

UNIVERSITE DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LA
STABILISATION DES PRIX

L'EXPÉRIENCE DES ÉTATS-UNIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le vendredi 15 novembre 1929, à 14 heures

PAR

Jean FILIPPI

Président : M. AFTALION, Professeur.

<i>Suffragants</i>	{	MM. ALLIX LESCURE	{	<i>Professeurs</i>
--------------------	---	----------------------	---	--------------------

LIBRAIRIE

DU

RECUEIL SIREY

(Société Anonyme)

22, Rue Soufflot — PARIS (V^e)

—
1929



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41555811_0033

THÈSE POUR LE DOCTORAT

***La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses,
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.***

LA
STABILISATION DES PRIX

L'EXPÉRIENCE DES ÉTATS-UNIS

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le vendredi 15 novembre 1929, à 14 heures

PAR

Jean FILIPPI

Président : M. AFTALION, Professeur.

Suffragants { MM. ALLIX
LESCURE } *Professeurs*

LIBRAIRIE

DU

RECUEIL SIREY

(Société Anonyme)

22, Rue Soufflot — PARIS (V^e)

—
1929



INTRODUCTION

Après une longue période d'instabilité monétaire les pays européens ont pu mettre fin à une situation qu'il importait de ne pas laisser se prolonger indéfiniment. Les bouleversements économiques et financiers qui ont suivi le règne trop prolongé d'une économie de guerre rendaient inévitable une dévaluation de la monnaie que des réformes légales ont définitivement consacrée. La stabilisation était un sacrifice nécessaire pour délivrer les pays d'une incertitude du lendemain qui paralysait les efforts et favorisait le goût de la spéculation.

En assurant une sécurité plus grande dans les contrats, elle prépare un retour progressif à des conditions normales de vie économique.

Mais celles-ci elles-mêmes n'impliquent pas une stabilité absolue. Si les variations des devises se trouvent désormais encloses entre les points d'entrée et de sortie de l'or, celles des prix ne connaissent pas de pareilles limites. Leur ampleur au cours de ces dernières années a fait sentir tous les maux qui résultaient inévitablement de leur excès. En même temps, l'attention se trouvait attirée sur l'aspect monétaire de la question des prix.

Leurs mouvements, que l'on tentât de les expliquer par ceux du change ou par l'accroissement de la circu-

lation fiduciaire, ne relevaient que de causes financières. S'ils étaient surtout sensibles dans les pays où la monnaie se dépréciait, on pouvait cependant les observer dans ceux-même où la permanence de l'étalon d'or aurait dû les éviter. Les Etats-Unis n'ont pas été épargnés par la hausse des prix. Le dollar qui avait été réduit par rapport aux marchandises aux deux-cinquièmes de sa valeur d'avant-guerre n'a pu s'en trouver ramené aux deux tiers environ que grâce à une déflation énergique. Ainsi l'or, à se trouver enfermé dans les caves des Federal Reserve Banks, à ne plus circuler librement entre les nations avait perdu la stabilité relative qui en faisait un étalon acceptable des valeurs. Il semble même que dans ce rôle il ait été remplacé par le dollar. La vieille idole s'en est trouvée quelque peu ébranlée et sans vouloir la renverser complètement, comme certain économiste anglais, de bons esprits ont cherché à l'étayer par une politique bancaire appropriée. Nous trouvons l'écho de ces préoccupations dans une suite de documents officiels.

Les experts réunis à la conférence de Gênes préconisent une stabilisation à la fois des changes et de l'or. Leur rapport, dans son article 36, conclut à une convention internationale.

« L'objet de cette convention serait de centraliser et de coordonner les demandes d'or et d'éviter ainsi dans le pouvoir d'achat de ce métal les amples variations que, sans ces précautions, pourraient provoquer les efforts simultanés et concurrents qui seront faits par plusieurs pays pour se procurer des réserves métalliques. On suggère que la convention contienne des propositions tendant à l'économie dans l'usage de l'or par le

maintien de réserves sous forme de balances à l'étranger ; on citera à cet égard le système dit de l'étalon d'or de change (Gold exchange standard) ou un système de compensation internationale. »

Une résolution adoptée dans la séance plénière du 3 mai 1922 et qui porte le numéro 11 mentionne dans son septième paragraphe que :

« En stabilisant le crédit on aura non seulement pour objet de maintenir les monnaies au pair les unes par rapport aux autres mais encore d'empêcher les fluctuations anormales du pouvoir d'achat de l'or. »

En octobre 1924, le Congrès International de la Politique Sociale, réuni à Pragues, invite les partisans du progrès social de tous les pays à contribuer à l'adoption de la nouvelle politique destinée à empêcher le chômage en demandant à leurs gouvernements d'adopter les mesures économiques nécessaires, en particulier celles ayant trait à la stabilisation du niveau général des prix conformément aux résolutions adoptées par la Conférence de Gênes.

Le comité mixte des crises économiques qui dépend à la fois de la Société des Nations et du Bureau International du Travail émet des vœux par lesquels il réclame une politique du crédit comme remède aux crises économique et demande au Comité financier de la Ligue de lui soumettre un rapport sur les mesures financières et monétaires, autres que le contrôle du crédit, susceptible d'atténuer l'intensité de ces crises.

Le 17 juin 1925, la Chambre des Communes du Canada adopte un rapport de son comité financier qui l'invite à s'adresser à la Société des Nations pour que puissent être atténués par une coopération internationale les

maux dont souffrent le commerce et l'industrie à cause des « changements périodiques du pouvoir d'achat de la monnaie ». En Angleterre une association a également pris naissance, la British Stable Money Association, qui adressait en mai 1928 une lettre au premier Ministre pour lui demander la création d'un comité d'enquête sur les opérations de la Banque d'Angleterre et sur les mesures propres à assurer au pays « un système plus stable de circulation et de crédit et une stabilisation du niveau des prix ».

Mais c'est surtout aux Etats-Unis que l'attention des pouvoirs publics a été retenue par ce problème. Dès l'année 1923 une proposition de loi était déposée par le représentant T. Alan Goldsborough pour stabiliser le pouvoir d'achat du dollar grâce à des changements périodiques de son poids d'or, d'après les variations des nombres indices. Elle vint en discussion à la deuxième session du 67^e congrès et ne fut pas adoptée. Peu de temps après le représentant Olger B. Burtness introduisait une proposition analogue à laquelle le 68^e congrès, dans sa première session, ne fit pas meilleur accueil. Mais une stabilisation des prix pouvait être tentée, sans un changement aussi radical dans les habitudes monétaires. L'initiative revient au représentant James G. Strong d'une proposition de loi dans ce sens (69^e congrès, première session).

Le Strong Bill, qui a pour but de stabiliser le niveau général des prix est un amendement au paragraphe (d) de la section 14 du Federal Reserve Act. Cet acte, qui définit l'organisation et les attributions des Banques de Réserve — c'est-à-dire des banques d'émission américaines — prévoit que le taux de l'escompte sera

manié « ... with a view of accomodating commerce and business ». Les mots « and business » devaient être supprimés et remplacés par le membre de phrase et la phrase ci-après : « ... and promoting a stable price level of commodities in general. All the powers of the Federal Reserve System shall be used for promoting stability in price level. »

Le texte proposé finalement était plus long. Il est intéressant au double point de vue du but assigné et des moyens proposés pour y parvenir. Il nous a paru utile d'en donner une traduction au seuil de cette étude.

« En amendement à l'acte voté le 23 décembre 1913 sous le nom de Federal Reserve Act; pour définir certains objectifs vers lesquels doivent tendre les pouvoirs du Federal Reserve System; pour pourvoir de nouveau au maintien d'un étalon d'or stable; pour pourvoir à la stabilité de commerce, de l'industrie, de l'agriculture, et du travail; pour aider à l'établissement d'un pouvoir d'achat plus stable du dollar et pour d'autres propos.

Qu'il soit arrêté par le Sénat et la Chambre des représentants des Etats-Unis d'Amérique assemblés en congrès, que l'acte voté le 23 décembre 1913 sous le nom de Federal Reserve Act, amendé ensuite, soit de nouveau amendé comme suit : les paragraphes suivants seront ajoutés à la section 14 :

g) Le terme « Federal Reserve System » employé dans cet acte, signifiera le Federal Reserve Board, les Federal Reserve Banks et tous les comités, commissions, agents, et autres autorités sous leur direction, surveillance ou contrôle.

h) Le Federal Reserve System fera usage de tous les pouvoirs et de toute l'autorité qu'il possède ou possèdera

pour maintenir un étalon d'or stable; pour pourvoir à la stabilité du commerce, de l'industrie, de l'agriculture et du travail; et à une stabilité plus grande du pouvoir d'achat du dollar, autant que ces propos peuvent être réalisés par une politique de la monnaie et du crédit. Des relations et des transactions avec des banques étrangères ne seraient pas incompatibles avec les propos indiqués par cet amendement.

i) Chaque fois qu'une décision au sujet de cette politique est prise ou chaque fois qu'une action est entreprise par le Federal Reserve System, tendant à affecter les sus-dits propos de cet amendement, cette décision ou cette action et leur raison d'être seront ensuite rendues publiques par le Gouverneur du Federal Reserve Board à l'époque, au lieu et dans le détail qu'il pourra juger être les plus effectifs pour aider ces propos, et au moins une fois par an dans le rapport annuel du Federal Reserve Board au Congrès. »

« *Section 28a.* — Après la section 28 sera ajouté ce qui suit :

Section 28a. — Le Federal Reserve Board et les Federal Reserve Banks sont par les présentes autorisés et invités à faire et à continuer des recherches et des études pour guider la politique du système, au moins dans la mesure et selon le mode décrits dans les paragraphes 1, 2, 3, 4, et 5 de cette section, et dans telles nouvelles mesures qu'elles penseront être désirables; savoir :

1° Sur la manière et la mesure dans lesquelles les opérations du Federal Reserve System affectent : a) le volume du crédit et de la circulation; b) le pouvoir d'achat du dollar; c) le niveau général du prix des mar-

chandises et des autres prix; *d*) le prix des actions et obligations; et *e*) l'activité des affaires; par des changements du taux de l'escompte, des achats et des ventes de valeurs sur le marché libre des relations et des transactions avec d'autres banques d'émission, ou par tous autres moyens.

2° Sur l'influence de l'activité des agences du gouvernement des Etats-Unis ou des banques nationales ou étrangères qui ne sont pas sous le contrôle ou l'influence du Federal Reserve System ou de tels autres établissements, sur le pouvoir d'achat du dollar; et sur l'influence exercée sur les opérations et les affaires des Member Banks, par la publicité ou autrement; et sur l'effet de telles opérations qui auront pu être effectuées par les Federal Reserve Banks avec des banques étrangères.

3° Sur l'effet sur le pouvoir d'achat du dollar des changements, soit actuel soit en perspective dans l'offre et la demande de l'or.

4° Sur les moyens existants et les plans proposés, nationaux et internationaux, ayant pour but la stabilisation de l'agriculture, de l'industrie, du commerce, du travail et du pouvoir d'achat de la monnaie.

5° Sur les nombres indices des prix ou sur les autres mesures du pouvoir d'achat de la monnaie, existants ou proposés qui sont ou pourraient être employés, seuls ou combinés, par le Federal Reserve System comme guide de leur politique.

Section 28b. — Le Federal Reserve Board rendra compte au Congrès à certaines époques et au moins annuellement des méthodes employées et des conclusions obtenues, définitivement ou non, à la suite des

susdites recherches, et des mesures légales qui, à son jugement, pourraient le mieux pourvoir aux propos de cet amendement au Federal Reserve Act.

Section 28c. — Les lois et articles de lois incompatibles avec les dispositions de la présente loi sont abrogés.»

Bien que cette proposition n'ait pas été adoptée, elle reste significative d'un état d'esprit dont nous avons déjà trouvé l'expression dans d'autres documents officiels. La stabilisation des prix peut être comptée désormais parmi les réalisations qui s'imposent avec le plus de force au monde économique moderne. L'examen des moyens qui lui sont offerts pour y parvenir fera l'objet de la première partie de cette étude, dont la seconde partie sera consacrée à l'expérience qui se poursuit aux Etats-Unis d'une « monnaie dirigée ».

PREMIÈRE PARTIE

LES SOLUTIONS THÉORIQUES

CHAPITRE PREMIER

DÉFINITION DE LA STABILITÉ DES PRIX

Avant d'étudier les moyens d'établir la stabilité des prix il convient de définir cette stabilité. Il s'agit de fixer à un niveau considéré comme normal un indice préalablement choisi.

Au lieu que ce soit celui des prix, certains ont proposé celui de la production. Il faudrait obtenir que celle-ci se maintînt à son niveau normal maximum. Mais on se heurte alors à la difficulté de définir ce niveau. Nous ne possédons pas de bon indice de la production industrielle, ceux-mêmes élaborés aux Etats-Unis ne donnent pas toute satisfaction. Il semble donc difficile de dégager d'une manière précise une notion aussi délicate que celle de niveau normal. On s'exposera à maintenir l'industrie en sous-production si le niveau choisi est trop bas. S'il est trop haut il en résultera une sur-production qui aboutira fatalement à une crise. D'ailleurs sa stabilité serait troublée par les éléments de progrès ou de régression qui affectent continuellement l'industrie : d'une part, amélioration technique, découvertes de procédés

nouveaux, développement de l'extraction de certaines matières, accroissement de la force motrice; et d'autre part diminution des heures de travail ou de la productivité des ouvriers par heure de travail. Enfin s'occuper seulement de la production industrielle serait n'envisager qu'une face du problème.

C'est le même reproche que l'on peut adresser à ceux qui voudraient que l'on stabilisât l'indice du chômage. Les travailleurs ne constituent qu'une partie de la population et le chômage ne saurait représenter à lui seul l'état économique d'un pays. Les indices proposés peuvent, comme nous le verrons plus loin, servir de guide à la stabilisation, mais celle-ci doit avoir pour objet un indice des prix qu'il s'agit de choisir judicieusement. Il faudrait autant que possible que cet indice représentât le terme P tel qu'il entre dans l'équation de l'échange¹. D'après Mr Carl Snyder¹ P devrait comprendre quatre éléments et dans les proportions suivantes :

Prix de gros.....	20
Salaires et traitements.....	35
Coût de la vie.....	35
Loyers	10
	100

Il semble que la part accordée aux prix de gros soit un peu faible car, si les salaires, les loyers, les objets achetés au détail, ne sont payés qu'une fois, les marchandises de gros passent entre bien des mains avant d'arriver aux détaillants de sorte qu'elles font l'objet de plusieurs paiements successifs et sont affectés,

1. Cf. p. 24.

1. Cf. *Business cycles and Business Measurements* p. 138.

comme la monnaie, d'une vitesse de circulation qui multiplie leur rôle. Quoi qu'il en soit, on voit qu'il nous faudrait un indice composite des prix tenant compte de ces divers éléments. Un tel indice n'existe pas encore et présente de sérieuses difficultés d'établissement. Nous devons donc nous contenter de l'un de ceux que nous avons à notre disposition. On accorde en général la préférence à l'indice des prix de gros. Celui-ci est en effet plus sensible que l'indice des prix de détail dont les variations sont plus tardives et de moindre amplitude. Peut-être aussi vaut-il mieux agir sur lui à cause du rôle fondamental des prix de gros et des transactions en gros dans la formation des prix. L'indice de gros donnera des indications que celui de détail ne ferait apparaître qu'avec un certain retard. C'est donc lui qu'il va falloir stabiliser.

Mais le choix d'un niveau de stabilisation est difficile et le maintien des prix à ce niveau peut être absolu ou relatif.

Les mouvements des prix au cours de ces dernières années ont été si brusques qu'il n'ont pas atteint tous les produits dans les mêmes proportions. Non seulement la hausse n'a pas été simultanée pour les salaires, les prix de détail et ceux de gros, mais parmi ceux-ci on peut noter un changement relatif des valeurs. C'est ce que l'économiste suédois, M. Gustave Cassel, a appelé la dislocation des prix¹. Il constate que le prix des matières premières s'est élevé moins que celui des produits ouvrés, sans doute à cause de la hausse exagérée des sa-

1. Cf. *Skandinaviska Kreditaktiebolaget*, Avril 1927. Dislocation of prices.

lares. C'est ainsi qu'en particulier les prix des denrées coloniales ont souvent baissé. La viande de bœuf congelée n'a augmenté que de 12 % depuis 1913, le cacao a baissé de 100 à 93,7 et le caoutchouc, d'une manière plus notable encore, à 69,7. Cet état de choses fait que les colonies sont obligées d'augmenter la quantité de leurs exportations pour pouvoir importer autant qu'avant la guerre. Cette situation existe, d'une manière plus générale, pour les pays qui produisent des matières premières et ont besoin de produits manufacturés. Y a-t-il là une modification définitive des rapports des prix ou un phénomène temporaire, il est difficile de le dire, mais peut-être conviendrait-il de ce chef de garder au niveau général des prix une élasticité qui permette certains ajustements. C'est là un argument dont pourraient se prévaloir ceux qui se contentent d'une stabilité relative contre les partisans d'une absolue fixité des prix.

Les prix sont animés de mouvements qui peuvent être classés en saisonniers, cycliques et séculaires. Les premiers sont inséparables de la notion de temps. L'existence des saisons, le groupement des échéances à certaines époques, les rendent inévitables. Mais l'action stabilisatrice doit-elle s'exercer seulement sur les variations cycliques ou à la fois sur elles et sur les mouvements de longue durée. La question est clairement posée par Mr Bellerby dans son livre *Monetary stability*. La recherche d'une stabilité complète constitue le « système du prix normal constant », qui consiste à ne pas laisser varier l'indice de plus d'un certain pourcentage, 3 % par exemple, au delà ou en deçà du pair. Il y aura alors pour les prix

des index-points artificiels comme il y a sous un régime d'étalon-or universellement adopté des gold-points naturels pour le change. En supposant que la politique de stabilisation réussisse, que les index-points (103 et 97 dans l'hypothèse que nous avons choisie) ne soient pas franchis, nous n'aurons évidemment pas de mouvements séculaires et les mouvements cycliques seront atténués jusqu'à n'avoir plus qu'une amplitude maxima de 6 % environ.

L'autre système, dit composé, est plus complexe et surtout moins automatique. On ne proclame pas un pair intangible, le niveau des prix n'est pas « à l'ancre », ce qui revient à dire que le mouvement séculaire est laissé au hasard. On combattra seulement la hausse spéculative et la dépression, c'est-à-dire les mouvements cycliques. Il faut donc interpréter ici les mouvements des prix au moyen de certains indices, les indices guides, que nous étudierons au chapitre suivant, pour en corriger les conséquences néfastes. Ce système permet sur une période étendue d'assez fortes différences de niveau, mais pas de variations brusques. Si on n'atteint pas à une véritable stabilité, on évite toutefois les crises et on assure au commerce et à l'industrie l'avantage d'un milieu économique parfaitement sain. C'est à ce second système plus souple et plus modeste que se rallient la plupart des économistes qui ont traité la question. Cependant l'école de Cambridge, la Fondation Pollak et, dans une certaine mesure, Mr Carl Snyder sont partisans du premier dit du niveau normal. Dans la pratique d'ailleurs, il est difficile de distinguer aussitôt le caractère d'un mouvement des prix. Une décision

sur la politique à suivre devra être prise avant que l'ont ait pu déterminer ce caractère.

Mais les moyens employés impliquent déjà le choix du but à atteindre. Il semble que les mesures qui tendent à changer le caractère même de la monnaie visent à établir un niveau normal constant tandis que celles qui plus modestement tentent de la diriger cherchent seulement à combattre les influences cycliques.

L'étude de la politique du crédit, sera le principal objet de la première partie de cette thèse, mais il nous faut tout d'abord mentionner les solutions purement monétaires du problème de la stabilisation des prix.

CHAPITRE II

LA SOLUTION MONÉTAIRE

Le souci n'est pas nouveau chez les économistes d'assurer à la monnaie un pouvoir d'achat stable. Dès le début du ^{xix}^e siècle ils se sont attachés à ce problème.

En 1822, Joseph Lowe publie un livre sur « L'état présent de l'Angleterre relativement à l'agriculture, au commerce et aux finances » dans lequel il établit, en tenant compte des diverses denrées consommées, une sorte d'indice de la consommation moyenne d'une famille qu'il nomme table de référence. Et il recherche la modification à apporter à un contrat libellé en monnaie pour que la somme d'argent stipulée possède toujours le même pouvoir d'achat. Cela revient à corriger le contrat par l'indice du coût de la vie, procédé employé en France au cours de ces dernières années. En 1833, Mr Poulett-Scrope dans une brochure intitulée « Examen de la question des statuts de la Banque, avec une étude sur la nature d'un bon étalon des valeurs », proposait de constituer un étalon en prenant le prix moyen d'un ensemble de marchandises. Cet étalon pourrait servir à corriger les variations de la monnaie légale.

Son étude a été reprise par Stanley Jevons qui a attaché son nom à ces projets de Tabular Standard, ou

étalon tabulaire. Il proposait la création d'une commission qui établirait un indice officiel des prix. Cet indice servirait à corriger les paiements selon les variations du pouvoir d'achat de la monnaie dont il serait la mesure. Cette correction indiciaire serait tout d'abord facultative et pourrait ensuite, lorsque le public s'y serait habitué, être rendue obligatoire, avec toutefois la faculté d'y échapper par une stipulation expresse.

Un plan d'un autre genre a été conçu par l'économiste français Léon Walras. Pour obtenir des prix stables il suffirait de combiner le monométallisme or « avec un billon d'argent distinct de la monnaie divisionnaire qu'on introduirait dans la circulation ou qu'on en retirerait de manière à ce que l'étalon multiple ne variât pas », c'est-à-dire à ce que le niveau des prix fût constant.

Plus près de nous, Mr Irving Fisher a élaboré la théorie du dollar marchandise. Sous le titre de « *Stabilising the dollar* » parut en 1913 l'ouvrage dans lequel il l'expose.

De l'étude des variations du niveau général des prix, telles qu'elles apparaissent dans les nombres indices, il conclut que « le dollar n'est pas une unité constante de pouvoir d'achat ». Il recherche ensuite les causes de ce phénomène. Certains facteurs particuliers éliminés, l'auteur, se basant sur le fait que les fluctuations des prix des diverses marchandises ont lieu dans le même sens leur attribue une cause générale. Ce ne peut être la rareté des biens dont la quantité semble au contraire avoir augmenté. D'autre part, l'attention est appelée sur ce fait que les mouvements sont différents suivant les systèmes monétaires. Des pays ayant même système voient leurs prix respectifs augmenter ou baisser paral-

lèlement, tandis que ceux dont les systèmes sont différents ont souvent des mouvements de prix opposés.

Il compare la courbe des prix de 1860 à 1880 aux Etats-Unis, qui se trouvaient alors sous un régime de papier-monnaie et en Angleterre, où l'étalon or était au contraire en vigueur. Il aperçoit que les courbes sont divergentes et, ce qui est plus instructif, que le rapport des prix varie comme celui des changes.

On peut écrire :

$$\frac{\text{Prix Etats-Unis}}{\text{Prix Angleterre}} = \text{change.}$$

Il semble donc bien que la cause des variations des prix soit monétaire et même qu'elle réside dans les variations des quantités de monnaie en circulation. C'est ce que tendrait à prouver la correspondance entre la courbe des prix et celle de la circulation avec une avance de deux mois pour celle-ci.

Nous aurions en somme abouti à un exposé de la théorie quantitative pure (dans sa forme $M = KP$, le premier membre de l'équation étant seul causal) si dans un dixième paragraphe nous n'étions avertis qu'il y a trois sortes d'inflations : de papier monnaie, d'or et de crédit. Nous nous trouvons ainsi ramenés à une forme plus récente de cette théorie exprimée par l'égalité qui a gardé le nom de son auteur :

$$MV + M'V' = PT$$

M représente la monnaie, M' les dépôts en banque transmissibles par chèques, V et V' leurs vitesses de circulation respectives, P le niveau des prix et T le volume des transactions.

Le premier membre reste seul causal, mais une place est faite aux moyens de paiement autres que la monnaie.

Avec le troisième chapitre nous abordons l'étude des maux qui sont la conséquence de l'instabilité des prix. La hausse, qui donne aux entreprises une prospérité un peu factice, atteint les rentiers à la fois dans leur revenu et dans leur capital et en même temps les travailleurs, dans leurs salaires, dont l'élévation n'est pas aussi rapide que celle du coût de la vie. La baisse paralyse la vie économique du pays, les profits font place à des pertes et un certain nombre d'ouvriers se trouvent réduits au chômage. D'une façon plus générale, les variations du pouvoir d'achat de la monnaie causent, tantôt aux créanciers, tantôt aux débiteurs, un préjudice qu'il importe d'éviter.

Aussi l'auteur va-t-il s'attacher à trouver un remède à ces changements dans la répartition des richesses qui sont en définitive un mal pour tous.

Le coupable est le dollar, unité instable, mètre en caoutchouc. Il faut fixer son pouvoir d'achat, de ce qui n'est qu'une unité de poids, un vingtième d'once d'or, il faut faire véritablement une unité de valeurs. Instables à leur début, toutes les unités de mesure se sont peu à peu fixées, le tour du dollar est venu. Nous pouvions tolérer ces variations lorsque nous les attribuions à des causes extérieures. Maintenant que nous savons à quoi elles sont dues nous devons les faire cesser.

Pour cela, au lieu de fixer le sort du dollar à un seul métal, on pourrait songer à le faire dépendre de deux, selon une formule bi-métalliste, ou de plusieurs. Mais les métaux sont le groupe de produits dont les prix sont les plus instables, nous allons donc prendre un ensemble de marchandises. Nous aurons alors, selon la pittoresque expression de Mr Fisher, « un dollar-

panier-de-marché », c'est-à-dire un dollar valant par définition une certaine somme de produits au lieu de valoir un certain poids d'or. Cette somme de produits vaudra toujours un dollar comme le valait un vingtième d'once d'or. Ce qui variera, ce ne sera plus cette somme de produits, c'est-à-dire son pouvoir d'achat mais son poids d'or. Le pouvoir d'achat ainsi défini sera constant mais le dollar ne contiendra plus un poids fixe de métal. Si on compose le panier type comme l'indice du niveau général des prix, le dollar marchandise ainsi constitué représentera un pouvoir d'achat constant sur l'ensemble des denrées dont cet indice se trouve formé. Mais il ne pourrait servir en même temps d'intermédiaire des échanges, ce rôle sera dévolu à un dollar en papier qui représentera le panier type. Ce ne sera pas un grand changement puisque l'or monnayé n'entre plus pour une part importante dans la circulation où il est représenté par du papier monnaie, comme le sera désormais le panier type. Devenu ainsi, d'unité de poids d'or, unité de mesure du pouvoir d'achat, le dollar sera véritablement un étalon des valeurs. Pour réaliser cette réforme, il suffira de faire varier convenablement le poids d'or contenu dans chaque dollar.

Ainsi le Mexique a un dollar qui pèse moitié moins que le dollar américain, on pourrait, en doublant son poids d'or, doubler son pouvoir d'achat. La stabilité du dollar sera donc assurée par une addition ou une soustraction de grains d'or selon que sa valeur tendra à baisser ou à monter.

Mais alors se posent trois questions :

1^o Peut-on faire varier périodiquement le poids d'or du dollar ?

2° Selon quel critérium ce changement de poids sera-t-il fait ?

3° Ces changements stabiliseront-ils le dollar ?

Répondant à la première question Mr Irving Fisher rappelle les variations de poids d'or qui furent effectuées en 1834 et 1837 aux Etats-Unis et plus récemment aux Philippines. L'abandon de la circulation de pièces d'or, entièrement remplacées par des billets, facilitera encore ces changements qu'il sera dès lors facile aux gouvernements, ou aux instituts d'émission de réaliser à des époques données. L'achat et la vente du métal resteront libres, mais le prix de l'or, au lieu d'être fixé une fois pour toutes en dollars, variera à certains intervalles fixes.

Ces changements seront basés sur les mouvements d'un index-number officiel. Si celui-ci enregistre par exemple une hausse de 1 %, le poids du dollar sera élevé de 1 % de manière à ce que sa valeur étant ainsi accrue, son pouvoir d'achat en marchandises le soit d'autant et que le niveau général des prix revienne à son ancien cours.

Un dollar pesant un vingtième d'once d'or, l'indice marque 100. Supposons qu'il s'élève jusqu'à 110, cela signifie qu'un vingtième d'once d'or ne vaut plus que les 100/110 de sa valeur ancienne. Pour que le dollar reste stable il suffit d'élever son poids d'or dans la proportion de 100 à 110. Un dollar pèsera désormais 11/200 d'once d'or et le niveau des prix se trouvera par là même ramené à 100. Si le résultat escompté n'est pas rigoureusement atteint du premier coup, la correction suivante nous en rapprochera, et celles qui interviendront par la suite permettront à l'indice des prix de tendre toujours vers le pair comme les mouve-

ments successifs imprimés à un volant de direction permettent de suivre une ligne droite. Ainsi les nouveaux dollars vaudront plus ou moins d'or selon les variations des nombres indices, mais ils tendront toujours, quelle que soit la cause de ces variations, à être égaux à un imaginaire dollar marchandise de pouvoir d'achat constant par définition.

Ainsi les prix seront stabilisés grâce aux quatre mesures suivantes :

- 1° Circulation uniquement fiduciaire.
- 2° Liberté de l'achat et de la vente de l'or.
- 3° Détermination d'un index-number officiel.
- 4° Correction du poids d'or du dollar selon les variations de cet index-number.

La proposition de loi du représentant Goldsborough (cf., p. 10) prévoyait leur application. Le 8 janvier 1924, à 3 heures du matin, le dollar devait cesser d'être une quantité constante d'or à pouvoir d'achat variable pour devenir une quantité variable d'or en ligots, à pouvoir d'achat approximativement constant. Les corrections devaient avoir lieu dans la première semaine du mois de janvier, puis de deux mois en deux mois. Un indice devait être établi comprenant 75 à 125 produits. Le niveau de 1923 était choisi comme normal. Ses variations devaient entraîner celles du poids d'or du dollar. Celles-ci ne pouvaient cependant pas dépasser 1 %, montant du droit de brassage. Ce droit sur l'achat et la vente de l'or, est établi pour éviter de trop faciles arbitrages.

Les spéculateurs peuvent prévoir par le mouvement des prix la nouvelle base sur laquelle l'or sera acheté

ou vendu. Ils peuvent d'autre part effectuer des transactions au prix différent fixé momentanément et réaliser ainsi sans risques d'importants bénéfices aux frais de la banque d'émission. Le prélèvement d'un droit égal à la correction maxima enlève tout intérêt à ces opérations. Il peut toutefois se produire une modification du niveau des prix telle qu'il faille plusieurs corrections pour la compenser. Par exemple une hausse peut nécessiter plusieurs additions d'or successives. Un étranger peut, avec de l'or, acheter des dollars, les placer à court terme sur le marché américain, puis la série des corrections effectuée, racheter une quantité d'or plus forte que celle qu'il lui a fallu déboursier et rapatrier ce métal. Il réalisera de ce fait un bénéfice appréciable. En cas de baisse, il peut emprunter des dollars et procéder à l'opération inverse. Cette objection au plan, soulevée par le professeur Rogers, au cours de la discussion du Goldsborough Bill a été prise en considération par Mr Irving Fisher, mais celui-ci considère, sans doute avec raison, que les variations du change provoquées par ces mêmes influences annuleraient le bénéfice d'une telle opération. D'autres critiques peuvent être adressées au système du dollar marchandise.

En supposant qu'il soit efficace, la stabilité des prix obtenue grâce à lui ne le serait que par à-coups. Aux causes continues des variations il oppose un correctif discontinu, la stabilité ne sera pas complète, la courbe des prix gardera cet aspect de courbe, ce ne sera pas une ligne droite horizontale, mais une sorte de sinusoïde dont l'axe serait horizontal.

D'autre part, seuls les mouvements qui ont déjà eu lieu seront combattus. Et selon la phrase de l'écono-

miste anglais Hawtrey¹ : « Ce n'est pas la hausse passée des prix mais leur hausse future qu'il faut combattre. » On pourrait cependant négliger ces critiques de détail si le moyen proposé ne portait en soi une contradiction.

Les mesures envisagées ont un effet immédiat sur les réserves d'or de l'Institut d'émission. Dans un régime d'étalon-or normal, l'encaisse métallique, si son montant n'est changé par aucun apport ni par aucun retrait, a une valeur constante. Au contraire, avec le dollar-marchandise, les corrections qui ajoutent ou retirent les grains de métal à l'unité monétaire diminuent ou augmentent la valeur en dollars de cette encaisse. En supposant une hausse des prix qui oblige à une augmentation du poids d'or du dollar l'encaisse tendra à baisser et pour peu que ce mouvement se prolonge pourra descendre au-dessous du minimum légal.

En face de cette situation deux alternatives sont possibles.

Ou bien laisser à la réserve une valeur variable—appelons avec Mr Fisher cette alternative de la « réserve indéfinie », alternative A—, ou bien au contraire assurer à la réserve une valeur constante en émettant de nouveaux certificats ou en retirant de la circulation, selon que l'or augmente ou diminue de prix.—et c'est l'alternative B, de la « réserve définie ».

En envisageant la première alternative l'auteur note très justement que la perte supportée par le gouvernement en cas de baisse de l'or existe dans le système actuel pour chaque possesseur de billets. Au lieu que la réserve vaille moins de dollars, c'est actuellement

1. *Monetary Reconstruction*, p. 105.

chaque dollar qui représente un pouvoir d'achat moindre. Mais il ne nous semble pas que le premier inconvénient doive empêcher le second d'exister. Si, en effet, le nombre de billets en circulation demeure constant — c'est la définition même de l'alternative A — il n'y a pas de raison pour que le pouvoir d'achat de chacun d'eux soit augmenté par une addition de métal. Ce ne serait que par une action psychologique, par une sorte de superstition de l'or que pourrait jouer ce système qui veut enlever à l'or son rôle. La réaction des masses devant les faits économiques a été rendue évidente par les expériences monétaires récentes. Les perspectives financières et politiques ont eu une influence indéniable sur le cours des changes. Il se peut que les changements de poids du dollar n'aient aucune action sur les mouvements de prix, ou à l'inverse que leur influence soit si profonde qu'elle dépasse le but. De toute façon la relation ne peut être mathématique entre les corrections de poids et les variations des prix.

Pour les particuliers en effet le métal n'a plus de valeur que par ses emplois industriels, extrêmement limités, et comme objet d'une spéculation rendue presque impossible par les droits de brassage. Les opérations qui peuvent avoir lieu de ce fait ne seront certainement pas suffisantes pour assurer l'efficacité du plan. Ce n'est que si des places étrangères ont conservé l'or comme étalon, le faisant ainsi bénéficier d'un large marché, que des résultats heureux peuvent être attendus. Des arbitrages auraient alors lieu, qui seuls permettraient au poids de métal représenté par chaque billet d'avoir une signification et une action sur les prix. La réforme n'atteindra donc son but, par l'intermédiaire des changes

que si elle n'est pas universellement adoptée, et grâce aux nations qui y seront réfractaires. Mais alors la stabilité des prix aurait pour contre-partie l'instabilité des changes. Il en résulterait une incertitude gênante pour le commerce extérieur dont les transactions n'offriront plus aucune sécurité et l'injustice ne sera pas évitée mais aura simplement changé de domaine.

La situation dans laquelle on se trouve avec l'alternative B ne laisse pas non plus d'être assez curieuse. Les variations apportées au volume de la circulation pourront avoir une certaine action sur les prix. L'émission de nouveaux billets à cause d'une hausse de l'or sera une source de revenus pour l'Etat ou la banque centrale. De cet enrichissement, les pouvoirs publics désigneront les bénéficiaires. Si l'or baisse, la banque devra, pour compléter ses réserves, retirer des certificats de la circulation et pour cela il faudra sans doute faire appel à l'impôt. C'est dire que l'appauvrissement sera supporté en définitive par les particuliers, non pas selon les lois économiques, mais selon l'arbitraire du gouvernement. On imagine au devant de quelles innombrables difficultés l'on se dirige, à quelles récriminations l'on s'expose. Toute la contradiction apparaît d'un plan basé sur la convertibilité des billets en poids d'or variable, qui enlevant à l'or son rôle d'étalon se confie cependant à son seul prestige pour augmenter ou diminuer la valeur de la monnaie. Ce n'est que par l'intermédiaire de forces extérieures, change, action gouvernementale, que le système pourra jouer, encore ses effets seront-ils limités à la circulation monétaire. On ne peut admettre que le crédit ne fasse que suivre celle-ci et qu'il soit automatiquement réglé si elle l'est.

L'expérience de ces dernières années a montré avec une force particulière qu'il pouvait en être différemment et l'importance croissante des moyens de paiement autres que la monnaie fait que l'on considère aujourd'hui les crédits et les dépôts comme les éléments les plus actifs du mouvement des prix.

Aussi les partisans du dollar marchandise comme MMrs Cannan et Bellerby professent-ils, et Mr Fisher lui-même admet-il¹ que la manipulation du contenu d'or du dollar ne sera pas suffisante. Elle devra être accompagnée d'un certain contrôle du crédit. Ce contrôle est même généralement considéré, aujourd'hui, comme le seul moyen efficace de stabiliser les prix. Il sera confié aux banques centrales, dont l'action sur le marché monétaire devra tenir compte, non plus seulement de la situation des réserves métalliques, mais des fluctuations des nombres indices.

1. Cf. Hearings, *H. R.*, 11, 788, pp. 24 et 25.

CHAPITRE III

LA POSSIBILITÉ D'UNE SOLUTION BANCAIRE

La solution monétaire du problème semble donc définitivement abandonnée pour une solution bancaire. Celle-ci peut trouver sa base théorique dans l'équation de l'échange.

Avant d'étudier les méthodes d'action sur le crédit et les résultats qu'on peut en attendre nous analyserons brièvement cette équation.

Elle a été posée par Mr Irving Fisher sous la forme :

$$MV + M'V' = PT$$

Et, comme nous l'avons déjà mentionné, M représente la monnaie, M' les dépôts en banque transmissibles par chèques V et V' leurs vitesses respectives de circulation, P le niveau des prix, T le volume des transactions. On fait ainsi appel à des notions simples et on aboutit à une équation qui est une évidence, et qui signifie simplement que tout ce qui a été acheté a été payé. Elle nous donne une vue des échanges ayant porté sur un certain laps de temps qui a un point de départ : les transactions s'ouvrent; et un point d'arrivée : les transactions sont définitivement closes. L'égalité dès lors se trouve vérifiée, car à chaque mouvement de mar-

chandises à correspondu un mouvement de fonds. Mais en réalité ce n'est pas ce qui s'est produit, car à chaque instant des échanges se trouvent engagés, des marchandises livrées ou des services rendus, sans qu'ils aient donné lieu à un paiement. C'est dire qu'ils sont déjà susceptibles de figurer dans le second membre de l'équation, mais pas encore dans le premier. Nous verrons par la suite que ces ordres de vente ou d'achat et ces marchés qui ne sont pas encore suivis de paiement ont une très grande importance dans la formation des prix. Nous ne pouvons donc, pour limiter les variations du pouvoir d'achat de la monnaie, nous appuyer sur une formule qui ne tienne pas compte de ces éléments. Il nous faudrait une équation qui au lieu d'embrasser une période de temps donnât un instantané de la vie économique. Elle nous est fournie par Mr J.-M. Keynes¹ et s'exprime

$$N = P (K + RK')$$

Elle fait appel à des notions moins simples peut-être même un peu artificielles, mais elle a l'avantage d'exprimer la situation monétaire à un moment donné. Pour la comprendre supposons d'abord, pour simplifier le problème, un régime où le seul mode de paiement serait le numéraire. A tout instant chaque particulier garde par devers lui une certaine quantité de monnaie — de francs, de dollars ou de livres — pour faire face aux dépenses éventuelles, prévues ou imprévues. Cette quantité dépend à la fois du prix de la vie et du nombre de marchandises que ce particulier

1. *La réforme monétaire*, p. 96.

désire pouvoir acheter. L'ensemble de ces marchandises indéterminées est en somme le pouvoir d'achat qu'il désire garder à sa disposition. « Nous pouvons, dit Mr Keynes, mesurer cette quantité définie de pouvoir d'achat dans une unité faite de l'addition des quantités déterminées d'articles de consommation courante ou d'autres objets d'achat, par exemple, les articles (sortes et quantités) qui servent à établir les nombres indices du prix de la vie. Appelons cette unité, « Unité de consommation ».

Nous pouvons dès lors dire que les espèces n que le particulier désire garder et garde effectivement équivalent à k unité de consommation multipliées par le nombre indice du prix de la vie P

$$n = Pk$$

Et en additionnant les sommes détenues par chaque particulier pour avoir le total de la circulation nous pouvons écrire

$$\Sigma n = \Sigma Pk$$

Où

$$N = PK$$

Où N représente la circulation, P le nombre indice du prix de la vie, K le total des unités de consommation que l'ensemble du public désire pouvoir acheter.

En réalité tous les paiements ne sont pas effectués uniquement à l'aide d'argent comptant mais aussi grâce à des dépôts en banque transmissibles par chèque. Et tout l'argent n'est pas détenu seulement par le public mais encore par ces banques comme couverture de leurs dépôts.

Soit K' les unités de consommation que le public

désire garder en dépôt dans les banques et R la proportion d'argent liquide que celles-ci conservent comme couverture de ces dépôts. L'ensemble de la circulation est donc constitué en partie par les unités de consommation K que le public désire garder en papier monnaie multipliées par le niveau des prix P , et pour le reste, par le produit des unités qu'il désire garder en dépôts K' , par ce niveau P , et la proportion de couverture R . Et on a l'équation définitive :

$$N = P (K + RK')$$

qui exprime une égalité de tous les instants.

Si nous voulons nous attacher plus particulièrement aux prix nous pouvons écrire

$$P = \frac{N}{K + RK'}$$

ce qui implique qu'à toute variation de P correspond une égale variation de l'autre membre de l'équation. Les mouvements des prix sont donc soit cause soit effet de ceux d'autres éléments de la vie économique, avec eux varient les unités de consommation que désirent garder les particuliers en monnaie ou en dépôts, la réserve des banques et la circulation, ou du moins l'ensemble de ces facteurs liés entre eux selon le rapport

$$\frac{N}{K + RK'}$$

Si maintenant notre objet est de maintenir les prix à un niveau constant, c'est-à-dire d'avoir

$$P = \text{Cte}$$

il suffit pour cela que nous ayons

$$\frac{N}{K + RK'} = \text{Cte}$$

Pour atteindre ce but, il nous faudra avoir sur deux ou trois de ces facteurs une influence telle que nous puissions contrebalancer les variations indépendantes des deux autres ou de l'autre. Il est bien évident que si nous avons un seul facteur indépendant notre tâche sera plus facile que si nous en avons deux. Mais même dans ce cas elle ne sera pas impossible et une stabilisation du pouvoir d'achat de la monnaie semble, à priori, réalisable.

N, quantité d'argent liquide, peut être contrôlé. De même R, proportion de réserve des banques, qui d'ailleurs reste à peu près immuable. K et K' représentent dans notre équation les facteurs humains, individuels, par opposition à N et R qui dépendent de personnes morales, le Gouvernement, la Banque, dont la sagesse ne saurait être mise en doute. La richesse et les habitudes de chacun déterminent la quantité de monnaie et de dépôts qu'il désire garder. Cette quantité dépend donc d'éléments psychologiques qui échappent à tout contrôle.

Du point de vue des consommateurs, la marge de pouvoir d'achat non dépensée dépend à la fois du temps qui sépare le paiement des dépenses de la perception des revenus, des variations du montant de ces revenus, et de la part qui en sera épargnée.

Du point de vue des producteurs, la principale raison d'être de cette marge se trouve non dans leurs revenus mais dans leur chiffre d'affaires et dans leur prévision du mouvement économique. S'ils escomptent une hausse ils ont tendance à développer leurs opérations et à diminuer leurs soldes créditeurs. En cas de baisse, leur attitude est opposée et leurs balances augmentent.

Les variations de P sont ainsi cause, dans l'attitude des individus, de changements qui vont à leur tour réagir sur les prix. Les variables groupés dans notre équation ne sont pas indépendantes, elles composent, selon l'expression de M. Pigou, une « anatomie ». Dans ces conditions l'action de la Banque centrale devra tenir compte de l'état d'esprit des individus et particulièrement des producteurs. Son efficacité dépendra en partie de l'effet psychologique que produiront les mesures prises.

Celles-ci, d'ailleurs, ne sont pas sans exercer une action directe sur K et surtout K' . Le rôle des dépôts est prépondérant dans la formation des prix. Leur importance dépend du montant des crédits qui en sont la contre-partie. C'est par une restriction ou un développement de ces crédits que s'exercera la politique des autorités bancaires. Elle consistera dans des changements du taux de l'escompte, des interventions sur le marché libre, des avertissements aux usagers et aux distributeurs du crédit.

Avant de déterminer quelle peut être l'efficacité de ces mesures sur le volume du crédit et le prix des marchandises nous rechercherons sur quels guides elles peuvent s'appuyer.

CHAPITRE IV

LES GUIDES DE LA POLITIQUE DE STABILISATION

Il s'agit, par une action sur le crédit, de contrarier les mouvements de hausse ou de baisse des prix. Nous avons vu que l'un des principaux reproches que l'on puisse adresser au système de Mr Fisher est de combattre les variations passées, telles qu'elles se manifestent dans les nombres indices au lieu de prévenir les variations futures. Les index-numbers qui sont l'objet de la stabilisation, ne peuvent pas, en même temps, lui servir de guide. Dès lors, sur quelles données pourra se baser une politique du crédit ?

Avant la guerre la hausse du taux de l'escompte avait pour but d'empêcher les exportations d'or en attirant des capitaux étrangers grâce à l'intérêt élevé qui leur était offert et d'exercer une influence sur l'activité économique de manière à provoquer une baisse des prix et par là une amélioration de la balance du commerce qui rendit définitive la solution momentanée apportée par les mouvements des capitaux. Si nous nous tenons à ce second aspect de la politique de l'escompte, nous voyons que la préoccupation de son encaisse amène la Banque à exercer une influence sur les prix.

Est-ce donc grâce à ce critérium des réserves menacées que nous allons mettre aujourd'hui en jeu les moyens d'action sur le crédit ? Remarquons tout d'abord que ces pratiques des instituts d'émission sont liées à l'existence d'un étalon d'or international et qu'elles ne peuvent être opérantes que grâce à la libre circulation de ce métal entre les grandes places. Le retour des grands marchés financiers au régime normal est enfin réalisé et les mouvements d'or n'observent plus le sens unique qui les dirigeait invariablement vers les Etats-Unis. La politique de l'escompte peut donc compter sur le libre jeu des mouvements de capitaux. Mais dirigée selon l'unique souci de sauvegarder la réserve, la politique du crédit ne saurait avoir l'action désirée sur les prix.

On voit en effet, par l'étude des cycles économiques, que les variations du taux de l'escompte, lorsqu'elles sont provoquées par la situation de l'encaisse, n'interviennent qu'avec un certain retard. Le minimum (d'après les données statistiques recueillies par Mr Carl Snyder)¹ a lieu dix à quinze mois après ce qui doit être considéré comme le minimum du cycle. Le maximum aurait lieu plus tardivement encore, à dix-huit mois ou deux ans d'intervalle. Une action basée sur ce critérium ne ferait que suivre le cycle économique, c'est donc à un autre indice qu'il faut avoir recours.

Pour prendre des mesures préventives contre les fluctuations des prix, il est nécessaire de reconnaître dans la situation économique du moment les signes d'une hausse ou d'une baisse prochaine, de trouver en somme un

1. Cf. *Business Cycles and Business Measurements*.

baromètre économique qui permette de prévoir le mouvement des prix.

Le problème des prévisions économiques nécessiterait de longs développements. Nous devons nous contenter de donner quelques indications sur la méthode de Harvard et sur les indices employés par le Federal Reserve Board. C'est en effet surtout aux Etats-Unis que l'on s'est préoccupé de prévoir le mouvement des affaires. Les travaux du Comité de recherches économiques de l'Université de Harvard ont abouti, sous la direction du professeur W. M. Persons, à des résultats remarquables. Leur conclusion est que les variations des divers facteurs économiques ne sont pas simultanées et se suivent à des intervalles suffisamment réguliers. Il est donc possible de trouver dans ces variations une certaine corrélation.

Le Comité de Harvard range les différents éléments de l'activité économique en trois groupes composites qu'il appelle A, B, et C. Le groupe A, groupe de la spéculation, comprend le prix des valeurs industrielles, des valeurs de chemins de fer, des bons de chemins de fer et le montant des compensations du Clearing House de New-York.

Le groupe B, groupe des affaires, se compose du prix des denrées, de la production de la fonte et des compensations des Clearing Houses de province (faites pour des opérations moins spéculatives, ces compensations ont un total beaucoup moins sensible que celui de New-York).

Enfin le groupe C, groupe de l'argent, tient compte du taux d'intérêt du papier commercial de 4 à 6 mois

et de 60 à 90 jours ainsi que de l'inverse des prêts et dépôts des banques de New-York.

Chaque groupe forme ainsi un indice composé. En étudiant les variations de ces trois indices on voit que leurs relations peuvent s'exprimer en deux lois :

1^o A précède de six mois B, qui lui-même précède de six mois C.

2^o Les mouvements de A et de C sont spécialement significatifs s'ils ont lieu en sens inverse : Une baisse de C, accompagnée d'une hausse de A, indique qu'une reprise des affaires va avoir lieu, tandis qu'une hausse de C, avec une baisse de A, signifie au contraire stagnation et crise.

Mais, en plus de ces courbes composées qui sont des constructions de l'esprit guidé à la fois par le raisonnement et l'expérience, nous avons des indices qui nous renseignent sur des faits matériels suffisamment représentatifs de la situation économique qui va se résoudre dans une variation des prix¹.

1^o Un indice du volume de la production, un autre des récoltes permettent de se rendre compte de l'état général des affaires, sur lequel renseigneront également des indices des profits et des faillites. L'offre de produits et, par là, la demande de crédits seront ainsi connues. Des indices de détail détermineront l'état de la production dans chaque branche d'industrie.

2^o Cet ensemble de données est complété par un indice du chômage et des salaires qui permet de connaître la situation et plus particulièrement la capacité d'achat des travailleurs, qui constituent une partie importante des consommateurs.

1. Cf. *Federal Reserve Board Report* pour 1923.

3° Un indice du commerce de gros, un autre de celui de détail rendent compte de l'activité des transactions et montrent si la distribution des biens s'opère normalement du producteur au consommateur. A un point de vue analogue, un indice des transports est très utile pour renseigner sur la circulation des richesses dans le pays. Les statistiques du commerce extérieur indiqueront les possibilités de vente et les nécessités d'achat à l'étranger.

4° Enfin un indice des stocks indiquera à la fois les disponibilités du marché en marchandises et les tendances de la spéculation sur denrées.

L'ensemble des transactions étant ainsi connu il faudra tenir compte des dispositions du marché du crédit. On peut utiliser à cet égard les renseignements que fournissent les statistiques sur le taux de l'intérêt, sur les compensations des banques, sur les comptes de prêts et de dépôts et sur les mouvements de fonds à travers le pays. La situation des places étrangères et de la bourse des valeurs n'est pas indifférente. Un indice du prix moyen des principales actions et obligations et du volume des crédits accordés pour financer les opérations sur titres sont à cet égard de précieux renseignements.

Les données susceptibles de guider l'action de la banque centrale sont donc extrêmement nombreuses. Mais à ces éléments purement quantitatifs il convient d'en ajouter d'autres, qualitatifs. Les chiffres ne sont pas tout ils ne montrent qu'un aspect particulier de la réalité. Ils ne sont que l'enveloppe d'une situation que déterminent des facteurs psychologiques qu'il s'agit de connaître et dont il importe de tenir compte. Voici comment

s'exprime à cet égard le conseil d'administration des banques de réserve américaines : « Le crédit est une institution intensément humaine et, comme tel, il reflète les dispositions et les impulsions de la communauté — ses espoirs, ses craintes, ses attentes. La situation du crédit et des affaires accuse à chaque instant le poids de ces facteurs invisibles. Ils sont fuyants et ne peuvent être enfermés dans aucune formule mécanique, mais le fait qu'ils sont réfractaires aux méthodes d'analyse statistique ne fait pas qu'ils soient inexistantes ou sans importance. »

Ils doivent donc être soigneusement examinés et ce sera ici aux qualités de pénétration et de psychologie des autorités bancaires qu'il faudra faire appel. Il leur appartiendra de ne pas appliquer mécaniquement des règles toutes faites mais de juger chaque situation dans les conditions particulières où elle naît et où elle se développe, afin d'y apporter un remède efficace.

CHAPITRE V

LES VARIATIONS DU TAUX DE L'ESCOMPTE

Ce remède sera une action sur le crédit au moyen du taux de l'escompte, d'opérations sur le marché libre et de pressions sur les établissements qui distribuent le crédit.

L'action par le taux de l'escompte est bien connue. Nous avons déjà vu comment les instituts d'émission s'en servaient pour rétablir l'équilibre menacé de la balance des comptes par des mouvements de capitaux et de marchandises. C'est surtout sur la restriction du crédit qu'elle provoque que l'attention est maintenant attirée.

Une hausse du taux de l'escompte signifie simplement que la banque centrale fera payer un intérêt plus élevé sur les effets qui lui seront apportés. Une telle mesure ne concerne directement que ses clients habituels. Mais elle va bientôt déterminer sur le marché des capitaux à court terme un renchérissement des disponibilités qui va lui-même restreindre le volume du crédit. Inversement, une baisse aura l'action opposée.

Les mouvements du taux de l'escompte tendent à se transmettre au marché libre par des moyens à la fois mécaniques et psychologiques.

La demande accrue de crédit oblige des prêteurs à faire appel au réescompte de la banque centrale. Le prix auquel ce service leur est accordé les contraint d'élever à leur tour le taux de leurs avances. La con-texture du marché monétaire rend plus ou moins efficace l'emprise ainsi obtenue sur le marché libre. En général les établissements qui accordent des prêts à court terme gardent dans leur actif une certaine proportion — fixée par leur prudence ou par la loi — de dépôts dans les grandes banques. Celles-ci à leur tour se couvrent par des disponibilités à la banque centrale. Ces dépôts sont une garantie de liquidité immédiate pour une partie de l'actif et existent dans toutes les banques. La proportion à garder peut varier selon les établissements mais reste à peu près fixe pour chacun. Supposons, pour simplifier, que chaque banque garde contre ses dépôts une proportion fixe de 10 % de dépôts à la banque centrale. Si celle-ci, dans la période de demande accrue de crédit que nous envisageons, élève le taux de l'escompte, cette demande croissante de crédit amènera les diverses banques à venir au réescompte, à subir ce taux augmenté et par conséquent à hausser leur propre taux de prêt de manière à se réserver une marge de bénéfice convenable.

De même les intermédiaires, pour prêter de l'argent à leurs clients, feront appel à des banques ou même à l'Institut d'émission dont ils auront à subir les exigences. Ils seront obligés d'élever, eux aussi, leur taux.

Le mouvement de hausse s'est ainsi transmis à tout le marché automatiquement. Il en serait de même sans doute pour un mouvement de baisse. Mais ici, si la

demande de crédit a été ferme, tous les emprunteurs ne pouvant pas être satisfaits par la banque centrale, les autres banques pourraient conserver un taux assez élevé pourvu qu'elles fussent assurées de placer leur fonds à ce taux. Ainsi le système d'engrenage qui contraint les prêteurs à la hausse est moins effectif pour transmettre la baisse.

Mais, à cette action purement mécanique, s'ajoute une action psychologique. Quand le taux de l'escompte était manié selon la situation de l'encaisse, la hausse pouvait faire craindre une suspension des paiements et cette crainte multipliait l'effet de cette hausse sur l'offre de crédit par les banquiers qu'elle incitait à la prudence. Quoiqu'une telle éventualité ne semble pas devoir se produire lorsque le taux de l'escompte est manié en vue d'une stabilisation des prix, c'est-à-dire à un moment où l'extension du crédit est loin d'avoir pris tout son développement, son action psychologique existe néanmoins et ses variations sont considérées comme un avertissement. Souvent même le simple bruit d'une hausse problématique suffit à produire une tension sur le marché du crédit.

Notons toutefois que les prêts les plus sensibles sont ceux dont l'échéance est la plus courte. Ils reflètent les tendances journalières du marché avec d'autant plus d'exactitude qu'ils se renouvellent plus souvent. Aussi leurs mouvements précèdent-ils souvent ceux de l'escompte qui ne peuvent intervenir aussi rapidement. Mais ces prêts à très court terme concernent plutôt le marché des valeurs et on peut dire, en règle générale, que le papier commercial suit avec assez d'exactitude les variations de l'escompte.

Sans doute cette situation est-elle loin d'être exactement réalisée à mesure que l'on s'éloigne de l'état idéal : celui d'un très vaste marché, où les transactions sont rapides et nombreuses. C'est ainsi que les prêts consentis par les Member Banks¹ le sont à un taux d'autant plus élevé que leur siège est de moindre importance et plus éloigné des grandes places financières. Le taux de l'escompte des Federal Reserve Banks étant de 4,50 % les Member Banks prêtent à :

5,44 % dans les villes de plus de 100.000 habitants.

6,34 % dans les villes de 15 à 100.000 habitants.

7,54 % dans celles de moins de 15.000 habitants².

Ces taux ne sont presque pas affectés par les variations du taux de l'escompte. La marge qui les en sépare s'explique par l'éloignement et par le risque couru, elle est assez large pour que des variations de 1 ou 1/2 % puissent être négligées.

Il semble donc que l'on puisse énoncer deux règles : La sensibilité du taux de l'intérêt aux mouvements de l'escompte varie en raison inverse de la durée du prêt et en raison directe de l'importance du marché sur lequel ce prêt est consenti.

Nous pouvons, dès lors, tenir pour exact que le taux du papier commercial de 60 à 90 jours suit celui de l'escompte. C'est dire que la banque centrale peut affecter le prix du crédit, plus facilement d'ailleurs dans le sens d'une hausse.

Ces variations du taux de l'intérêt à court terme vont à leur tour agir sur le volume du crédit. Comme pour toute marchandise, les demandes tiennent compte

1. Banques affiliées au système de réserve fédérale aux Etats-Unis

2. Cf. *Federal Reserve Board Report* pour 1923.

du prix. Celui par exemple qui achèterait 10 unités au prix de 100 par unité n'en achètera plus que 9 par exemple à 105, 8 à 110, etc... et au contraire 11 à 95, 12 à 90, etc. Ce qui est vrai pour une marchandise quelconque doit l'être aussi pour le crédit.

L'étude des variations cycliques du taux de l'intérêt et du volume des prêts montre que ces variations sont corrélatives dans une certaine mesure. Et même si l'on conclut que ce sont les variations du volume du crédit qui ont déterminé celles du taux de l'intérêt, il ne s'ensuit pas que cette situation soit impossible à renverser, et que le taux d'intérêt n'ait pas ou ne puisse pas avoir d'influence sur le volume du crédit.

Nous avons vu que certains types de prêts étaient plus sensibles que d'autres aux variations de l'intérêt, ce sont ceux dont le volume sera le plus maniable. Nous pouvons donc dire qu'une variation du taux de l'escompte entraînera une variation corrélative du volume du crédit, que cette corrélation sera plus étroite dans le cas d'une hausse que dans celui d'une baisse et que le crédit le plus affecté sera un certain type de crédit. Mais à cette proposition il faut apporter quelques restrictions.

Les effets attendus ne pourront pas être obtenus immédiatement. A chaque instant le monde économique est en mouvement de production, de commerce, etc., c'est-à-dire qu'il est engagé dans une certaine voie prévue par les chefs d'entreprise et que ce mouvement se résoudra à un moment donné en une demande de crédits, inévitable conséquence d'engagements antérieurs. Même si le prix demandé pour ce crédit semble exorbitant, même si l'opération devait en définitive

se solder par une perte, ces crédits n'en seront pas moins sollicités. Ce ne sera que plus tard, pour de nouvelles opérations, que l'on pourra tenir compte du changement du taux de l'intérêt en prévoyant un emploi plus restreint de fonds de roulement pour des transactions réduites. La conséquence cherchée n'interviendra donc qu'avec un certain retard. C'est ce que l'on peut exprimer, si l'on veut comparer le mouvement économique à un mouvement physique qui une fois déclenché se poursuit sans l'entrée en jeu de nouvelles forces, en disant que la cycle du crédit a un « moment¹ ».

A cette influence qui ne fait en somme que retarder l'action du taux de l'escompte, il faut en ajouter une autre qui va jusqu'à contrarier cette action.

Une hausse a lieu en période de demande accrue de crédit. C'est dire que les courbes de demande de chacun sont plus élevées que précédemment, et suffisamment élastiques pour supporter la charge d'un prix accru. Les perspectives de profits sont assez élevées, laissent une marge de bénéfices assez étendue pour qu'il soit encore avantageux d'emprunter en payant par exemple 5 % au lieu de 4. Il est certain cependant qu'un certain nombre de prêts marginaux disparaîtront. Les emprunteurs qui ont calculé qu'à 4 % ils recueilleraient un bénéfice minime mais suffisant cependant pour les inciter à faire appel au crédit, se retireront du marché au nouveau taux. D'autres demanderont une quantité de crédit plus faible, contraints d'abandonner certains emplois de ce crédit, trop peu lucratifs désormais. De telles situations sont fréquentes. Certaines entre-

1. Cf. *Federal Reserve Board Report* pour 1923.

prises ne sont viables que grâce au cumul d'une perspective de hauts profits et à la possibilité d'obtenir de l'argent à un taux très bas. Ceux qui empruntent pour stocker des marchandises et les revendre à un cours plus haut n'auront plus de raisons de le faire du moment que l'intérêt de l'argent aura atteint le rythme de hausse prévu pour ces marchandises. La loi du rendement décroissant fait aussi que les usines qui avaient intérêt à étendre leur production, lorsque des prêts leur étaient consentis à un taux favorable, ne pourront plus le faire avec bénéfice par suite de l'élévation de ce taux. Ainsi, dans le cas de hausse, certains emprunteurs se retirent du marché et le volume du crédit se trouve diminué.

Il en va autrement dans le cas d'une baisse du taux de l'escompte dans le but de favoriser une reprise. Il s'agit ici d'inciter les chefs d'entreprise à emprunter pour étendre leurs opérations, mais ils pourront préférer ne pas le faire s'ils craignent, les perspectives étant renversées, de les voir se solder en déficit. Tel, qui se résignait par prudence à abandonner un bénéfice problématique, n'ira pas au devant d'une perte qui lui apparaît certaine. Faire emprunter les baissiers est infiniment plus difficile que de décourager les haussiers. L'expérience est ici en plein accord avec le raisonnement. C'est ainsi qu'en Angleterre, en 1893, après la crise américaine, le taux de l'escompte abaissé à 2 %, celui du marché libre à 1 %, ne parvinrent à provoquer une reprise de l'activité économique qu'au bout de deux ans¹.

Mais comme, en somme, la dépression vient après

1. Cf. Hawtrey, *Monetary Reconstruction*.

l'exagération de la prospérité, elle n'est profonde qu'autant que la hausse a été violente et puisque nous possédons un moyen d'agir sur celle-ci nous pourrions par là même éviter celle-là.

Pas entièrement cependant, car l'action du taux de l'escompte sur le crédit, contrariée à la fois par le moment qui entraîne celui-ci dans son mouvement et par les facteurs psychologiques qui en affectent la demande, est encore entravée par les réactions qu'elle provoque à la fois sur le marché national des capitaux à long terme et sur le marché international de ceux à courte échéance.

Le taux de l'escompte est destiné à gouverner les capitaux à court terme. Le papier commercial d'une durée de 60 à 90 jours pourrait être pris comme type, mais il existe bien d'autres sortes de prêts, qui peuvent être considérés comme à court terme, depuis ceux au jour le jour jusqu'à ceux à 6 mois, consentis par exemple par des banques de province à des commerçants et que nous pouvons considérer comme des crédits plutôt que comme des placements. La transition, on le voit, est insensible entre les prêts à très courte et à très longue échéance et il n'y a pas entre eux de séparation absolue. Le marché des capitaux présente une infinité de types différents de prêts, plus ou moins liquides selon leur terme, et qui subissent plus ou moins, en dehors des influences qui leur sont propres, celle du taux de l'escompte. Mais nous avons vu que moins ces capitaux étaient liquides moins leur taux d'intérêt y était sensible. Les capitaux à très long terme ne seront pas affectés par ses variations qui agiront au contraire immédiatement sur le papier à courte échéance. Dès lors des courants d'attraction vont se créer entre ces différents

types de placements. Une hausse du papier court aura tendance à attirer des fonds primitivement employés à plus long terme. Inversement, une baisse provoquera un afflux des capitaux à court terme vers des placements à plus longue échéance. Ces mouvements auront évidemment pour conséquence d'aller à l'encontre de l'effet désiré, restriction du crédit dans le premier cas, extension dans le second. Mais comme il existe pour chacun de nous un équilibre à garder entre ses placements à court et à long terme, cette proportion doit être encore plus rigoureusement observée par les banques et les déplacements de fonds n'auront lieu que si la prime est suffisamment élevée. Il en résulte que des variations trop larges du taux de l'escompte ne sauraient être efficaces à cause des réactions qu'elles provoqueraient à cet égard et que le taux choisi devra tenir compte des conditions du marché des capitaux.

A cette sorte d'arbitrage susceptible de jouer entre différents types de placements, il faut en ajouter un autre, entre capitaux de même type mais de nations différentes. Cet exode de capitaux à court terme d'un pays à l'autre selon les mouvements du taux de l'intérêt, et dont nous avons déjà dit quelques mots, est un phénomène bien connu. Entravé ces dernières années par les mesures de coercition prises par certains gouvernements et par l'insécurité monétaire et fiscale qui pesait sur quelques nations, il obéit en temps normal à un certain nombre de considérations. Ces mouvements de capitaux, déterminés actuellement par des espoirs de bénéfices un peu trop spéculatifs, ne tarderont pas à obéir de nouveau aux règles de sage raison qui les ont toujours guidés.

A sécurité et à liquidité égales, les capitaux cherchent

à s'employer sur la place où les conditions sont le plus avantageuses. Une hausse du taux de l'intérêt sur un des principaux marchés financiers attirera des capitaux étrangers qu'une baisse incitera, en même temps qu'elle provoquera l'exode des capitaux nationaux, à aller chercher ailleurs des placements plus fructueux. Les variations du taux de l'escompte, pour peu qu'elles soient suffisantes pour couvrir certains frais de commissions, de courtage, etc., auront sur les mouvements de capitaux, une action qui ira à l'inverse du but cherché : restriction ou développement du crédit.

Nous voyons donc que si ces variations doivent être suffisantes pour agir sur l'état d'esprit des emprunteurs et l'attitude des prêteurs elles doivent en même temps être assez restreintes pour ne pas donner à certains déplacements de capitaux l'occasion de contrarier leur bon effet. Nous avons donc un instrument d'action qui manque de souplesse. D'autre part il laisse l'initiative des opérations aux particuliers dont il s'agit de combattre les tendances. Ce sont eux en effet qui prendront la décision de demander plus ou moins de crédit selon le prix auquel celui-ci leur sera accordé.

Il fallait, pour renforcer et compléter une influence en somme passive, une pression d'un autre genre, qui permît une plus grande souplesse de manœuvre et donnât l'initiative à la banque centrale. Elle consiste dans des opérations sur le marché libre, « open market operations », qui sont destinées à jouer un rôle de premier plan dans une politique de stabilisation.

CHAPITRE VI

LES OPÉRATIONS SUR LE MARCHÉ LIBRE

Les Open Market Operations sont des interventions sur le marché libre. La banque centrale, au lieu d'attendre qu'on lui présente des traites, va elle-même prendre l'initiative d'achats ou de ventes de valeurs sûres et de papiers commerciaux à courte échéance.

Ces opérations ont pris toute leur signification aux Etats-Unis sous le Federal Reserve System. Le Federal Reserve Act, dans sa section 14, prévoyait que les banques fédérales pourraient vendre ou acheter sur le marché libre, des virements par câble, des acceptations de banquiers, des effets de commerce, des valeurs du gouvernement, et certains types d'obligations émises par les Etats ou les villes. Et ces ventes pouvaient être faites dans le pays ou à l'étranger, à des banques nationales ou étrangères, à des firmes, corporations ou individus.

Cette faculté d'intervention fut, pendant les premières années du système, employée par les Federal Reserve Banks pour placer une partie de leur actif — leur portefeuille commercial était assez peu important — et aussi pour favoriser la diffusion des acceptations de banquiers alors peu employées aux Etats-Unis. En 1922 les achats

eurent lieu pour remplacer les effets dont la déflation vidait peu à peu le portefeuille commercial. Ils étaient la conséquence des mouvements du crédit. Ce n'est qu'en 1923 que les Open Market Operations prennent leur caractère d'action raisonnée sur le marché libre pour augmenter ou diminuer le crédit en usage. Leur emploi est désormais une des armes les plus efficaces des banques de réserve dans leur politique de stabilisation. C'est à ce point de vue seulement qu'elles sont une nouveauté.

Le marché anglais les a connues bien avant la guerre. Elles y avaient simplement pour but de rendre effective la politique de l'escompte en rapprochant le taux libre du taux officiel. Si par exemple celui-là se trouvait fortement inférieur à celui-ci, la banque d'Angleterre vendait des valeurs de son portefeuille-titres. L'établissement qui les achetait était alors, pour les payer, obligé de venir au réescompte, de subir le taux officiel auquel il devait ainsi ajuster le sien. Nous simplifions, en supposant que ce soit une même banque qui achète des titres et vienne immédiatement porter des effets au réescompte. Mais le résultat est toujours le même. Si par exemple c'est un client qui achète ces valeurs, il les paiera en retirant un dépôt ou en empruntant à sa banque, celle-ci rappellera des fonds déposés chez les courtiers (brokers) qui s'adresseront à leur tour à l'Institut d'émission dont ils devront subir les exigences. Cette suite d'opérations aura les mêmes conséquences que l'hypothèse d'abord envisagée.

Il peut toutefois se produire que la situation des établissements de crédit soit suffisamment aisée pour qu'ils n'aient pas besoin de recourir à l'Institut d'émission.

Il faudra dans ce cas continuer les ventes jusqu'à ce que la pression se fasse sentir. Le résultat désiré sera alors obtenu de « force the market in the bank ».

En sens inverse l'achat de valeurs rendait le marché du crédit moins tributaire de la banque d'émission, provoquait une détente susceptible de faire baisser le taux de l'intérêt.

Nous avons là un premier résultat des Open Market Operations qui est lié à la politique de l'escompte qu'il doit rendre effective.

Un peu différent est celui qui est obtenu par les banques de réserve. Leur action a une influence plus directe sur le volume du crédit en usage. Elle s'exerce grâce aux relations qui unissent ces établissements aux Member Banks — banques affiliées — et dont nous serons amenés à dire quelques mots dans la seconde partie de cette étude.

Notons toutefois, pour le moment, que ces banques affiliées sont tenues de couvrir leurs dépôts — dont le volume va déterminer celui des crédits qu'elles peuvent accorder — par un actif aux banques de réserve qui doit représenter un certain pourcentage de ces dépôts. Cet actif peut être à tout moment complété par le réescompte d'effets de commerce dans certaines conditions ou par des emprunts à court terme qui peuvent leur être personnellement accordés.

C'est grâce à cette obligation que se fait sentir l'influence des interventions sur le marché libre dont le mécanisme assez délicat a été souvent mal compris dans le pays même où il jouait¹.

1. Cf. Mills, *Financial and Commercial chronicle*, 4 juin 1927, p. 3293-95.

Et tout d'abord il est faux que l'achat de valeurs (ce sont le plus souvent des fonds d'Etat, « government securities ») constitue une augmentation du volume de la circulation. L'opération se fait sans aucun mouvement de numéraire. M. X vend pour 10.000 dollars de titres à la Federal Reserve Bank de New-York par exemple et devient titulaire d'un chèque de 10.000 dollars sur cette banque. Il va mettre ce chèque en dépôt à une banque affiliée d'une ville quelconque et celle-ci à son tour le dépose à la Federal Reserve Bank dont elle dépend, à laquelle elle ne demande pas d'espèces, mais où elle solde un débit ou se fait ouvrir un crédit.

L'opération s'est réglée sans aucun maniement de deniers.

Il est faux également qu'un tel achat augmente le volume du crédit accordé par les Federal Reserve Banks. En effet la Member Bank bénéficiaire du chèque de 10.000 d, va rembourser avec cette somme une partie de son découvert à la Banque de Réserve. C'est ce qui apparaît si on examine, à l'actif des Federal Reserve Banks, les deux postes « United States Securities » et « Rediscounts ». Ils varient en sens inverse et ont un total sensiblement constant. A une augmentation de la rubrique United States Securities correspond une diminution des réescomptes et inversement. Si les Open Market Operations n'agissent ni sur la circulation ni sur le Federal Reserve Bank Credit en usage, comment leur influence va-t-elle s'exercer sur le volume total du crédit.

Le rapport annuel du Federal Reserve Board pour 1923 nous dit : « L'achat de valeurs sur le marché libre par une Federal Reserve Bank met des fonds dans les

maines des Member Banks que celles-ci peuvent employer à rembourser leurs emprunts aux banques de réserve. Au contraire la vente retire des fonds du marché et conduit à des emprunts supplémentaires aux banques de réserve. »

Ainsi ces opérations vont tout d'abord nous renseigner sur la demande de crédit. Si par exemple les ventes de United States Securities n'entraînent pas de nouveaux emprunts des banques affiliées, cela montre que la demande de crédit est faible, que le Federal Reserve Bank Credit, qui est la base du crédit accordé par les Member Banks, n'est pas complètement utilisé.

Nous avons là une excellente mesure des besoins de fonds et en outre un procédé d'action sur le volume du Member Bank Credit en usage. Par exemple un achat de valeurs va permettre à une banque affiliée de se libérer d'une partie de sa dette à sa banque de réserve. La coutume fixe à cette dette un plafond que l'on considère comme sage d'atteindre mais dangereux de dépasser. Dès lors si le plafond n'est pas atteint, le remboursement de la dette laisse la possibilité de venir réemprunter, et sur la base de ce Federal Reserve Credit d'accepter de nouveaux dépôts et de créer du Member Bank Credit.

Soit une banque affiliée endettée de X dollars et qui se trouve ainsi à son plafond d'emprunt. Une vente de x dollars de valeurs à la banque de réserve va lui permettre de rembourser x dollars de sa dette. Si par la suite elle veut réemprunter elle pourra le faire sans danger jusqu'à concurrence de x dollars et sur cette base de x dollars de Federal Reserve Credit recevoir par exem-

ple 10 x dollars de dépôts (si la proportion de couverture requise est 10 %) et créer 10 x dollars de Member Bank Credit. A l'inverse une vente de valeurs par la banque de réserve oblige la banque affiliée à emprunter de nouveau, et si le plafond est ainsi atteint, à cesser d'augmenter le volume du crédit accordé par elle.

Ainsi ce n'est pas le montant, mais la composition des réserves des banques affiliées qui se trouve modifiée par les interventions sur le marché libre. Ces réserves ont pour contre-partie une proportion plus ou moins grande des réescomptes. La faculté d'emprunt de chaque Member Bank se trouvant limitée par la coutume, la marge qui la sépare de son plafond d'emprunt va, selon qu'elle diminue ou qu'elle augmente, l'engager à restreindre ou à développer ses prêts. C'est sur cette marge qu'agissent les Open Market Operations.

On peut donc dire que, par suite de la tradition qui veut que les Member Banks ne soient pas endettées au Federal Reserve Banks au delà d'une certaine limite, la vente ou l'achat de valeurs correspondent à une diminution ou à une augmentation, non pas du Federal Reserve Credit en usage, mais de la base de crédit sur laquelle pourront s'appuyer les banques affiliées pour recevoir de nouveaux dépôts et prêter ensuite l'argent reçu.

D'une façon générale, lorsqu'une banque centrale liquide une partie de son portefeuille de titres, elle oblige les établissements de crédit à faire appel au réescompte pour conserver intact l'actif qu'ils possèdent auprès d'elle et qui sert de couverture aux dépôts qu'ils ont reçus. Elle les engage ainsi à restreindre leurs prêts et provoque une tension sur le marché monétaire.

A l'inverse, elle met des fonds à la disposition du public et assainit la situation des établissements de crédit en achetant des valeurs¹.

La nature des titres achetés ou vendus n'est d'ailleurs pas indifférente. Ceux-ci doivent être à court terme pour agir sur le crédit et non sur les placements. Il faut aussi qu'ils soient d'une négociation facile.

C'est ainsi que le portefeuille d'acceptations des banques de réserve leur est beaucoup moins utile dans leur action stabilisatrice que leurs avoirs en valeurs gouvernementales à courte échéance. Les premières sont conservées jusqu'à leur maturité, ou font l'objet d'une convention de rachat à date fixe (en général, le vendeur s'engage à les reprendre aux Federal Reserve Banks au bout de 15 jours). De toutes façons, l'initiative appartient ici aux usagers du crédit. Le Gouverneur de la Banque de Réserve de New-York, M. Benjamin Strong a fourni à ce sujet les explications suivantes au Congrès : « Nous n'allons pas les acheter (c'est des acceptations qu'il s'agit) sur le marché, prenant sur notre propre initiative la décision d'acheter une certaine quantité d'effets. Il y a un taux établi auquel on sait que nous sommes toujours acheteurs, et des effets nous sont apportés à ce taux, à mesure que les banques les offrent; et, rapidement, tandis qu'ils arrivent, ils sont partagés par le comité (c'est de l'Open Market Committee qu'il s'agit), en partie pour exécuter des ordres reçus de banques étrangères qui ont chez nous des dépôts destinés à ce genre de

1. Cf. Hearings, H. R., 7, 895, p. 366.

placements, et en partie partagés entre les banques de réserve dans certaines proportions qui sont fixées à certaines époques par le comité, avec l'approbation de chaque banque. Ainsi la conclusion, que l'on a peut-être tirée de ma réponse que, dans l'achat d'effets — c'est-à-dire d'acceptations — nous prenons cette nette initiative, n'est pas exacte. Nous achetons simplement les effets qui nous sont offerts, selon le cours normal des affaires, surtout par l'intermédiaire des banques affiliées de New-York. »

L'initiative appartient au contraire aux banques de réserve pour l'achat et la vente des United States Securities. La dette publique à court terme est pour les banques centrales un excellent instrument d'action sur le marché libre. A mi-distance des emprunts à longue échéance et du papier monnaie, elle constitue en somme des moyens de paiement différé. La garantie gouvernementale assure aux bons émis dans ces conditions une négociation facile. Ces bons permettent dès lors à l'institut d'émission d'intervenir à tout instant sur le marché de crédit.

Ils sont un instrument précieux grâce auquel la banque centrale pourra renforcer et assouplir l'action du taux de l'escompte. A une hausse de celui-ci pourra correspondre une vente de valeurs qui provoquera l'adaptation du taux du marché libre à celui de l'escompte et, en outre, agira directement sur le volume du crédit. Mais on peut aussi s'en servir d'une manière exclusive. C'est ainsi qu'en période de baisse des prix, il vaut mieux, comme le faisait remarquer le Gouver-

neur Benjamin Strong¹, laisser filtrer le crédit par des achats de valeurs, avoir moins de réescomptes, voir baisser le taux libre de l'intérêt, et diminuer alors seulement, celui de l'escompte.

On peut même imaginer une action en sens inverse de celle du taux de l'escompte. Si une baisse ou une hausse de ce taux ont une action plus forte que la banque centrale ne le désirait, celle-ci peut intervenir sur le marché libre et corriger la hausse par un achat de valeurs qui aura pour effet de faciliter le recours au crédit, la baisse par une vente de valeurs destinée à provoquer une tension sur un marché trop optimiste.

Ainsi l'intervention sur le marché libre peut soutenir, préparer, remplacer, ou même contrarier l'action du taux de l'escompte pour permettre à l'Institut d'émission d'avoir une action à la fois puissante et souple sur le volume du crédit.

Celui de la circulation pourra par là même être dirigé. Les demandes de billets ne doivent provenir que des particuliers, si des émissions avaient lieu pour subvenir aux besoins du gouvernement aucune action en vue de stabiliser les prix ne serait possible. Mais en temps normal, la monnaie sert principalement aux paiements de salaire et aux achats de détail. Si le volume de ces paiements se trouve accru, la demande de monnaie deviendra plus forte. Mais cet accroissement n'interviendra que comme conséquence des opéra-

1. Cf. Hearings, p. 307, 330, 338, 380, « Les opérations sur le marché libre préparent la voie à un changement de taux », *H. R.*, 7895.

tions qui ont été effectuées à l'aide du crédit. Il gardera donc, avec l'augmentation de celui-ci, une certaine proportionnalité et n'interviendra par rapport à elle qu'avec un certain retard. De même que les salaires et les prix de détail suivent les prix de gros à un certain intervalle, le volume des paiements en numéraire sera précédé par celui des paiements à l'aide du crédit et des dépôts.

On peut donc énoncer la règle que le volume de la circulation suit celui des dépôts, quoique avec un léger retard. Un volume de crédit stable signifie donc une circulation stable.

Il faut cependant remarquer que la demande de numéraire ayant lieu sous forme de retrait de dépôts dans les banques et obligeant celles-ci à recourir à l'Institut d'émission, aura un effet légèrement différent de celui que pourrait avoir une demande de crédit. Pour accorder des prêts, il suffit à une banque d'une couverture assez faible (par exemple 10 % de Federal Reserve Credit pour les prêts accordés par les Member Banks), mais pour donner des espèces, il faudra un dollar pour un dollar. Le fait est de nature à resserrer encore la situation du crédit au moment où son développement provoque une demande de monnaie, à la rendre encore plus aisée lorsque le ralentissement des affaires provoque des rentrées de fonds. L'action de la Banque centrale sur le volume du crédit va ainsi se trouver renforcée.

Cette action sera d'ailleurs plus ou moins efficace selon la structure du système bancaire. Si tous les établissements de crédit sont sous le contrôle de l'Institut d'émission, elle bénéficiera de ces liens de dépen-

dance et atteindra le marché du crédit tout entier¹. Une telle conjoncture ne se rencontre pas dans la réalité et malgré des interventions sur le marché libre, une partie des prêts qui sont accordés, ne subissent que très indirectement l'influence de la banque centrale.

1. Il sera dit dans la seconde partie de cette étude comment le contrôle du crédit se trouve renforcé par la pression administrative que peuvent exercer les banques de réserve sur les banques affiliées.

CHAPITRE VII

L'OR ET LE CRÉDIT

Si l'action sur le crédit est souvent renforcée par les variations du volume de la circulation, elle peut se trouver contrariée par des importations ou des exportations d'or et par les nécessités de couverture.

Les mouvements d'or en période normale ont une action bien connue sur le volume du crédit. Nous en avons déjà dit quelques mots au chapitre IV. Sur un marché international dérégulé, ces mouvements peuvent prendre une grande ampleur et une grande continuité de direction. C'est ce qui s'est produit pendant la guerre et les années de bouleversement monétaire qui l'ont suivie. Ce n'est pas ici la place de faire l'histoire de l'afflux de l'or aux Etats-Unis, mais nous devons dire un mot de la manière dont ces importations de métal pouvaient gêner une politique de stabilisation des prix. Nous avons déjà dit que les banques affiliées possèdent, comme garantie de leur passif, une couverture de 10 % environ en dépôt aux banques de réserve. Si un particulier reçoit 10.000 dollars d'or et les dépose à une Member Bank, celle-ci, en les apportant à la Federal Reserve Bank dont elle dépend, y diminuera son découvert de 10.000 dollars, et elle pourra ensuite réemprunter cette somme qui lui servira de base pour

recevoir 100.000 dollars de dépôt et accorder de nouveaux prêts. En nous reportant à ce qui a été dit plus haut des Open Market Operations, nous voyons qu'une entrée de X dollars d'or déposés dans une banque affiliée, équivalent à l'achat de X dollars de valeurs par les banques de réserve, augmente d'autant le pouvoir des Member Banks d'accepter des dépôts et d'accorder des crédits, et ici l'initiative n'appartient plus au Federal Reserve Board. Celui-ci d'ailleurs peut compenser cette arrivée d'or par une vente égale de fonds d'Etat. Mais une fois cet actif liquidé, les banques affiliées peuvent à leur gré prêter plus facilement, lancer de nouvelles valeurs, etc.

En réalité, cet afflux d'or a pu être « stérilisé » et l'inflation de crédit qui était sa conséquence normale a été évitée. Des exportations massives de métal auraient eu des effets inverses, mais aussi graves.

La restauration de l'étalon-or dans le monde est à cet égard une garantie de stabilité. Mais le lien qui existe entre l'or et l'ensemble des moyens de paiement fait dépendre dans chaque pays le volume du crédit de l'abondance de ce métal. Il implique pour les banques centrales la possession d'une encaisse métallique. Que le système de couverture adopté soit celui d'une limitation de la circulation à découvert, d'une proportion entre l'encaisse et les engagements à vue, ou d'un maximum légal d'émission, la possibilité de distribuer du crédit, dépend de l'état des réserves et la préoccupation d'assurer la convertibilité aux billets de banque oblige les Instituts d'émission à une certaine prudence.

Si une restriction du volume du crédit fait qu'une

partie de l'encaisse soit inutilisée, puisque l'actif productif diminue, les banques centrales peuvent supporter la perte qui en résulte, du moment qu'il s'agit de sauvegarder l'intérêt général. S'il est au contraire nécessaire d'augmenter le volume du crédit en usage, et par là celui de la circulation et des dépôts, les réserves se trouveront à un moment donné menacées et la sagesse obligera à revenir à la politique traditionnelle qui consiste à les défendre sans tenir compte de la situation économique générale. Cette politique ira à l'encontre de celle qui a pour but de stabiliser les prix, et pour ne pas abandonner la convertibilité en or, il faudra sacrifier la direction du crédit.

Nous voyons ainsi que les autorités bancaires peuvent être gênées par les mouvements d'or, ou les obligations de couverture. Des mesures doivent être envisagées pour remédier soit à l'abondance, soit à la rareté de ce métal.

Le premier danger a été assez facilement combattu aux Etats-Unis. Les banques de réserve ont laissé s'élever la proportion de leur encaisse, et ont contrarié par divers moyens le développement du crédit. Elles auraient pu encore, comme le fait remarquer M. O. M. W. Sprague¹, appeler la partie non encore libérée de leur capital, élever la proportion de réserve des banques affiliées, augmenter leur passif en acceptant des dépôts pour le compte du gouvernement, remplacer, dans une mesure toujours plus large, les billets de banque pour lesquels une couverture de 40 % est suffisante par des « Gold certificates » qui représentent

1. Supplément de mars 1929 à l'*American Economic Review*. Price stabilization.

100 % d'or. Pour que l'augmentation de l'encaisse n'ait pas d'effet sur les moyens de paiement, il faut, en règle générale, qu'elle soit compensée par la diminution d'autres postes de l'actif ou que l'augmentation du passif qu'elle entraîne ne comporte pas la mise en circulation de nouveaux moyens de paiements.

La rareté de l'or exige des mesures d'économie. La circulation effective de métal est aujourd'hui exceptionnelle. Le rapport des moyens de paiement à la couverture métallique qui est nécessaire pour assurer leur convertibilité, n'est pas déterminé d'une façon absolue. La qualité des prêts consentis est d'ailleurs une garantie efficace et pourrait permettre de réduire les réserves légales. Ce n'est que par une modification législative des nécessités d'encaisse que peut être évitée une baisse des prix, comme conséquence de la rareté de l'or dans un pays.

Une insuffisance du stock mondial serait plus grave. Elle ne constitue d'ailleurs pas une hypothèse purement théorique. Il est à craindre que la production de l'or ne progresse pas aussi rapidement que le volume des échanges¹. Celui-ci augmente de 2,8 % environ par an. En tenant compte d'une perte d'or de 0,2 % il faudrait que le stock d'or progressât en compensation de 3 %. Il est nécessaire pour cela que l'extraction augmente constamment, puisque ces 3 % sont calculés sur un stock de base qui doit se développer chaque année. Les disponibilités actuelles ne semblent pas pouvoir répondre à ces besoins. Si les Etats-Unis ont une proportion de couverture très supérieure au

1. Cf. Cassel, *Skandinaviska Kreditaktiebolaget*, octobre 1926, *The Shortage of gold*.

minimum légal, nous verrons qu'elle n'est pas aussi exagérée qu'elle le paraît au premier abord et les Banques fédérales ne semblent pas disposées à laisser effectuer sur leurs réserves des prélèvements importants, que l'excédent de la balance commerciale américaine rend d'ailleurs assez improbables. La restauration ou l'adoption de l'étalon or dans de nombreux pays peut provoquer, en face de cette offre trop faible, un nouvel accroissement de la demande.

Aussi des mesures d'ordre international doivent-elles être prévues dans le but d'économiser l'or, car une nation isolée ne pourrait pas lutter efficacement contre un phénomène mondial. Une première solution consisterait en la centralisation des réserves dans quelques grandes places financières qui joueraient, vis-à-vis des marchés moins importants, le rôle de dépositaires d'or. Certaines banques centrales, au lieu d'avoir une encaisse personnelle, laisseraient à la garde d'un Institut d'émission plus important le gage de leur papier-monnaie. Cette concentration de l'or permettrait à un stock métallique égal de supporter une circulation accrue. Des billets pourraient être émis sans autre couverture qu'une certaine proportion de devises étrangères. Une très large expansion des moyens de paiement serait ainsi rendue possible. Mais la situation des marchés sur lesquels l'or serait centralisé deviendrait trop avantageuse, et, en même temps, trop dangereuse au cas où une crise obligerait un pays à réclamer le remboursement en or de toutes ses disponibilités à vue sur l'étranger.

Au lieu d'une hiérarchie, c'est sans doute une collaboration des banques centrales qui sera réalisée. Un

organisme qui resserrerait les liens qui existent entre elles, tout en respectant leur indépendance, pourrait avoir sur la distribution et l'utilisation de l'or dans le monde une influence très heureuse. Les experts réunis pour fixer définitivement le montant de la dette de guerre de l'Allemagne, ont prévu la création d'un organisme financier chargé d'assurer la liaison entre le débiteur et les créanciers. Cette « Banque des Règlements Internationaux » se verrait en même temps attribuer un rôle plus large. Elle constituerait une chambre de compensation internationale et aurait à assurer de vastes mouvements de capitaux. Des transferts d'or seraient ainsi évités. Elle pourrait aussi contribuer à l'économie de ce métal par le maintien, sous forme de balances auprès d'elle, d'une partie des réserves des banques centrales. Cette possibilité lui est donnée au paragraphe 6 de l'annexe I du rapport des experts qui prévoit que :

« La Banque pourra donc s'adonner à des opérations telles que les suivantes :

1° Acheter et vendre de l'or en pièces ou en lingots, mettre de l'or sous dossier, pour le compte des banques centrales, et consentir aux banques centrales des avances contre garantie d'or. »

Une collaboration internationale pourra ainsi compléter l'action des Instituts d'émission en vue de stabiliser les prix.

CHAPITRE VIII

LES PRIX ET LE CRÉDIT

Les autorités bancaires n'ont pas atteint leur but lorsqu'elles ont modifié à leur gré le volume du crédit. Il faut que leur action se transmette au marché des marchandises, puisque ce sont les prix qu'elles veulent stabiliser.

On peut admettre :

Que les dépôts sont la contre-partie des prêts et placements faits par le système bancaire.

Que ces dépôts sont les seuls moyens de paiement dont le rôle soit actif dans la formation des prix — la monnaie les suivant et ne pouvant que renforcer leur action.

Ces deux propositions étant suffisamment exactes, il faut reconnaître que la banque centrale exerce sur le volume des moyens de paiement une influence particulièrement efficace. Elle peut donc les faire varier comme le volume des échanges. Mais il faudrait souscrire à la théorie quantitative dans toute sa rigueur pour en déduire que la stabilisation des prix sera dès lors réalisée.

Si l'attitude des particuliers restait la même, c'est-à-dire si la vitesse de circulation tant de la monnaie V ,

que des dépôts V', était constante il en serait bien ainsi. Mais ce n'est pas ce qui se produit. Mr Hawtrey dans son livre *Monetary Reconstruction*, nous dit que cette vitesse varie dans le même sens que les moyens de paiement, et ne peut par conséquent que renforcer leur action. Il en est sans doute ainsi dans les mouvements de hausse ou de baisse spontanés. Les mêmes causes qui incitent les individus à développer leurs moyens de paiement les engagent à augmenter leurs dépenses dans une proportion encore plus forte, c'est-à-dire à élever leur vitesse de circulation. A la diminuer au contraire et à restreindre leur consommation dans une période de dépression. Ce sont les mêmes facteurs qui agissent dans le même sens sur M et sur V. Mais lorsque M dépend d'influences artificielles, lorsque la monnaie est dirigée, il n'y a plus de raison pour que V suive ces variations. Ce serait admettre que les individus prendront l'attitude la plus conforme aux désirs de la Banque Centrale. Il ne semble pas qu'il doive forcément en être ainsi. Il est au contraire à craindre que, au moment où des crédits seront accordés pour encourager une hausse, les dépôts ne soient pas employés à un rythme très accéléré si leurs possesseurs ne pensent pas que l'état du marché permette à cette hausse d'intervenir à bref délai. C'est ainsi qu'une baisse des prix peut avoir lieu sans une déflation correspondante comme le montre l'exemple de certains pays d'Europe ces dernières années. Nous avons déjà dit pourquoi une restriction des prêts doit avoir plus d'efficacité et qu'il est plus facile d'arrêter la hausse des prix que de la provoquer¹.

1. Cf. W. Mitchell, *Business cycles*, 1927.

L'influence des facteurs psychologiques sur les prix s'explique d'autant mieux que la formation de ceux-ci n'exige pas forcément l'existence de moyens de paiement. L'équation de l'échange suppose la simultanéité de trois ordres de phénomènes : accord sur un prix, paiement, livraison de biens ou accomplissement de services. Dans la réalité il n'y a pas simultanéité mais succession. Les biens sont le plus souvent échangés sans paiement, et il peut arriver que des paiements aient lieu avant l'échange des biens. Si, en général, un acheteur au détail paye au comptant un objet dont il prend ensuite possession, il en va autrement dans les transactions de gros. Or ce sont surtout celles-ci qui ont un rôle actif dans la formation des prix, les consommateurs se contentent de subir le cours fixé par le vendeur et de restreindre leurs achats lorsque leur revenu diminue. Ce n'est qu'au bout d'un certain temps que cet affaiblissement de la vente de détail provoquera une baisse du coût de la vie. C'est ce que souligne le fait que l'indice de détail est beaucoup moins sensible que celui de gros. Les prix que celui-ci enregistre correspondent à des opérations dans lesquelles intervient d'abord la détermination du prix. Ce n'est qu'ensuite qu'aura lieu la livraison ou même la production, plus tard encore le paiement. Ainsi à chaque instant des règlements ont lieu pour des marchandises dont le prix est fixé depuis longtemps et des prix sont établis pour des commandes qui ne seront exécutées et payées qu'au bout d'un certain temps. Il en résulte d'abord que la préoccupation des crédits à obtenir ne limite pas complètement les producteurs auxquels un certain délai est laissé pour arranger le financement de leurs opéra-

tions et qui peuvent compter sur l'aide que leur apporteront des ventes accrues à des prix en hausse. Dès lors une élévation de P qui augmente la valeur des stocks devient la base d'une augmentation des moyens de paiement, de même d'ailleurs qu'une augmentation de T si elle n'est pas compensée par une baisse des prix. P et T sont ainsi le plus souvent, et automatiquement, des facteurs actifs de l'équation de l'échange.

Leur action psychologique, qui, grâce à la succession des prix, des transactions et des paiements, peut jouer plus librement que nous ne l'avions admis jusqu'à présent, n'est pas non plus négligeable. La perspective d'une hausse des prix, est un élément de cette hausse qu'il est difficile d'annuler. La crainte d'une baisse semble presque impossible à combattre. L'attitude des individus peut donc contrarier l'action des banques centrales, à laquelle il leur est loisible d'échapper aussi bien comme consommateurs que comme producteurs.

L'emploi qui est fait du crédit présente à cet égard une importance primordiale. La technique capitaliste fait que les matériaux qui sont nécessaires à l'augmentation de la production ne peuvent être prêts qu'après un certain délai¹. Les commandes d'outillage assez longues à être livrées, font que l'offre des produits se trouve momentanément en retard sur l'augmentation du pouvoir d'achat mis à la disposition des consommateurs et en particulier des salariés. Cette construction de matériel aux dépens des objets de consommation provoque une hausse des prix. A l'inverse, la livraison de ce matériel va déterminer une baisse en augmentant

1. Cf. Aftalion, *Les crises de surproduction*.

très fortement la capacité de production des entreprises. Les industriels n'augmenteront d'ailleurs leurs commandes d'outillage que si les perspectives du marché leur semblent suffisamment encourageantes, et un développement du crédit n'aura l'effet désiré sur les prix que si les producteurs croient à la hausse. De même les commerçants ne développeront leurs transactions que s'ils comptent vendre leurs marchandises avec un bénéfice suffisant.

Une baisse sera déterminée plus facilement, car ni les industriels ni les commerçants ne peuvent étendre indéfiniment leurs opérations sans l'aide de nouveaux prêts. La demande de produits serait ainsi réduite tandis que l'offre serait accrue par la nécessité de se procurer des fonds et la crainte d'une nouvelle tension du crédit.

Il est cependant possible de résister à celle-ci pendant quelque temps par une réduction de la période de production. Les commerçants, si pendant la hausse leurs ventes augmentent, peuvent conserver leurs marchandises pendant moins longtemps en magasin. Une extension de leurs transactions peut donc avoir lieu sans augmentation correspondante de leurs stocks et le mouvement peut ainsi se poursuivre sans qu'ils aient besoin de faire appel à de nouveaux crédits pour augmenter leur fonds de roulement. Pour les industriels, il est plus difficile de réduire le laps de temps qui s'écoule entre l'entrée à l'usine des matières premières et la sortie des produits finis. Une certaine compression de la période de production reste néanmoins possible et permet d'éviter de recourir plus largement aux prêts des banques.

En somme les marchandises sont animées d'une sorte de vitesse de circulation qui permet de financer des

opérations plus ou moins vastes sur une même base de crédit.

C'est cette base elle-même qui peut se trouver développée par le recours au crédit commercial. De tous temps, les paiements ont été différés dans les transactions de gros. Si le bénéficiaire d'une traite, au lieu de la faire escompter, attend l'échéance, il se substitue ainsi à l'établissement qui aurait mis des fonds à sa disposition. De telles situations sont fréquentes et au volume du crédit bancaire que l'Institut d'émission peut régir dans une certaine mesure s'ajoute celui du crédit commercial qui échappe à tout contrôle. Les commerçants peuvent aller plus loin encore et accorder des délais de paiement à leurs clients pour les achats au détail. Le crédit à la consommation est surtout répandu aux Etats-Unis, mais les pays d'Europe semblent avoir, de plus en plus, tendance à en faire usage. Il correspond en somme, à une inflation, qui permet aux producteurs de vendre plus que ne l'autoriserait normalement le revenu des consommateurs. Les vendeurs retardent leurs rentrées de fonds pour développer leur marché tandis que pour des satisfactions présentes les acheteurs engagent l'avenir.

Il existe d'ailleurs toujours, en période normale, des gens qui au lieu d'économiser dépensent au delà de leurs revenus réels : ce sont, par exemple, des prodiges beaucoup plus attirés par la consommation que par le placement, ou des rentiers voyageurs qui vivent sur un capital qui s'éteindra avec eux, ou des étudiants qui empruntent pour poursuivre leurs études.

C'est ce phénomène que le professeur Cassel dénom-

me « consommation de capital¹ »; il s'analyse en somme en emprunt de consommation dont le taux d'intérêt peut être très élevé à cause de leur nécessité absolue.

Dans certaines périodes le pays tout entier vit sur son capital. C'est ce qui s'est produit pendant un certain temps dans la plupart des Etats européens anciens belligérants. Cette consommation de capital a atteint d'assez fortes proportions en Allemagne et en Autriche. Le gouvernement se fait lui-même consommateur de capital, non seulement par émission de papier-monnaie non gagé mais aussi par l'emprunt, puisqu'il emploie ainsi l'épargne de la collectivité non à la production mais à la consommation. Dans de telles conditions, en face de tous ces emprunteurs à n'importe quel taux, qui font que le volume des moyens de paiement augmente démesurément et les prix plus encore, le rôle régulateur de l'intérêt disparaît complètement, et on a vu en Allemagne l'inefficacité du taux de l'escompte porté à 98 %. Il est bien évident que des ventes massives de titres par la banque centrale n'auraient pas eu plus d'effet. Nous pouvons donc conclure, avec Mr Cassel, que « la stabilisation de la monnaie à une certaine valeur est impossible si l'on n'a pas vaincu les tendances à une extraordinaire consommation de capital ».

Le phénomène inverse consiste en une restriction de la consommation qui se traduit par des placements à plus ou moins longue échéance. L'épargne est le contraire de la consommation de capital. Si les particuliers préfèrent économiser une partie de leurs revenus plutôt que de l'employer à des dépenses improductives, une

1. Cf. Cassel, *Skandinaviska Kreditaktiebolaget*, janvier 1924, Stabilization of currency and consumption of capital.

portion du pouvoir d'achat mis à leur disposition se trouve déviée de sa destination primitive et au lieu de provoquer un accroissement de la demande va stimuler l'offre. Le développement de l'esprit d'épargne dans un pays se trouve ainsi être un facteur de baisse des prix et peut aller à l'encontre de leur stabilisation.

Celle-ci peut également être menacée par l'esprit de spéculation. Lorsque les opérations sur valeurs présentent des perspectives attrayantes, le public procède en Bourse à des achats de plus en plus nombreux qui ne peuvent être financés que par un volume de crédit sans cesse accru. Comme le rythme de hausse est assez rapide les spéculateurs consentent à payer des taux d'intérêts élevés et détournent ainsi une partie des facilités qui étaient destinées au commerce, à l'industrie ou à l'agriculture. Il ne semble pas qu'une telle situation comporte de remède, car une nouvelle hausse de l'escompte ne serait sans doute pas suffisante pour arrêter la spéculation, mais seulement l'activité des affaires et irait ainsi à l'encontre du résultat cherché. Nous verrons quelle a été, dans de telles circonstances, l'attitude du Federal Reserve Board.

La sagesse des milieux boursiers et le développement normal de la consommation et de la production ne sont d'ailleurs pas suffisants pour assurer à la politique du crédit un succès définitif. Les prix ne sauraient en effet obéir à des facteurs purement monétaires. Ils dépendent aussi d'éléments économiques qui affectent les matières premières, les salaires, ou les frais généraux.

Le cours des denrées agricoles trouve son explication dans l'abondance plus ou moins grande des récoltes. Celle-ci obéit à des éléments naturels sur lesquels le volume du crédit a évidemment peu de prise.

Les matières premières nécessaires à l'industrie sont soumises à des influences moins saisonnières. Leur prix dépend surtout de la production mondiale et de l'organisation de la vente. La découverte de nouveaux gisements ou de procédés d'extraction plus avantageux doit tendre à abaisser des cours que relèverait au contraire la découverte de nouveaux emplois industriels sur lesquelsse porterait l'attention des consommateurs. Pour prendre un exemple concret, l'exploitation de plantations de plus en plus nombreuses tendrait à diminuer le prix du caoutchouc tandis que le développement des automobiles, et par là de l'usage des pneumatiques, aurait l'effet opposé. Le niveau général des prix se trouve ainsi affecté par des conditions particulières à chaque produit.

Les salaires accordés aux ouvriers exercent sur lui une influence qui n'est pas moindre et que subissent à la fois le prix de vente et celui de revient.

Une politique de hauts salaires accroît le pouvoir d'achat des travailleurs et assure une demande plus ferme sur un marché élargi. Aussi les producteurs peuvent-ils avoir intérêt à consentir des augmentations et à s'assurer ainsi de larges débouchés qui compenseront amplement l'élévation de leurs prix de revient.

Ceux-ci d'ailleurs peuvent se trouver grevés sans aucune contre-partie par un abaissement de la productivité dû à la qualité moins bonne de la main-d'œuvre ou à des dispositions légales accordant aux salariés une protection exagérée. Il faut citer à cet égard les effets de la loi de huit heures. Le raisonnement qui, de ce que l'ouvrier travaillerait moins, concluait qu'il travaillerait mieux et accroîtrait son rendement s'est trouvé démenti

par l'expérience. La productivité a été réduite et le coût de production s'en est trouvé augmenté. Un résultat aussi fâcheux doit être attendu de l'application des lois sur les assurances sociales obligatoires. Celles-ci imposent aux employeurs des obligations financières dont la conséquence en ce qui concerne le niveau des prix n'est pas douteuse.

Les Etats, même lorsque, en principe, ils ne doivent pas participer à ces charges seront sans doute obligés d'apporter leur aide à des organisations qui ne manqueront pas de se trouver en déficit. Ils ne pourront le faire que par une aggravation des charges fiscales. Si l'abaissement des impôts, tout respect rendu à la loi de l'offre et de la demande, profite généralement aux producteurs leur élévation se marque d'une manière plus sensible encore dans les prix de vente que dans les frais généraux des entreprises.

Ceux-ci peuvent toutefois se trouver diminués par l'ensemble de mesures dites de rationalisation qui consistent, d'une part, à rechercher, plutôt que la perfection des objets, un rendement accru grâce au développement de la concentration, à la diminution du nombre de types produits, et à une meilleure utilisation de la main-d'œuvre; et d'autre part, à organiser les marchés de manière à ce que la demande soit, autant que possible, ajustée à l'offre.

Sous ce second aspect, la rationalisation pourrait servir de base à une stabilisation selon des méthodes un peu différentes de celles que nous avons étudiées jusqu'ici. Au lieu d'agir sur le niveau général des prix par des procédés bancaires qui consistent à diriger le crédit et les moyens de paiement on chercherait à stabi-

liser les cours des principaux produits par une adaptation constante de l'offre à la demande. Le principe même serait opposé puisque, à une action d'ordre général sur P, on substituerait des influences particulières sur les différents prix. L'état de chaque marché serait connu grâce à un vaste service de renseignements et de statistiques. Les modifications désirables pourraient y être apportées à l'aide de procédés techniques, au premier rang desquels il faut citer le crédit à la consommation, dont nous avons déjà dit quelques mots et qui servirait à répartir harmonieusement la demande dans le temps, et la publicité, qui permet de modifier et de discipliner les goûts des acheteurs.

La limitation de la concurrence par la concentration des entreprises permettrait à la production de s'organiser, d'éliminer certains éléments d'incertitude et d'offrir à un prix constant les marchandises susceptibles d'être absorbées par la consommation.

Un tel système ne serait d'ailleurs efficace que grâce à la collaboration internationale. En effet, malgré le renforcement des barrières douanières, le développement du commerce unit les nations dans une étroite solidarité. En particulier le niveau des prix ne saurait être dans chaque pays complètement différent de ce qu'il est dans les autres. Si certains produits voient leurs prix déterminés par des éléments locaux, d'autres jouissent d'un marché international qui assure, compte tenu des frais de transport et de douane, l'uniformité de leurs cours. Les prix des marchandises importées ou exportées, exprimés par des indices spéciaux, matérialisent ces influences extérieures. C'est par eux que s'exerce l'action des prix mondiaux sur ceux de chaque pays.

Dès lors un essai de stabilisation dans un Etat peut se trouver contrarié par les mouvements des prix dans les autres nations. Si ceux-ci baissent, il en résultera un accroissement des importations et une diminution des exportations, qu'une élévation des droits de douane et une politique de « dumping » ne suffiront pas à empêcher. L'équilibre normal de la balance des comptes ne pourra être retrouvé que grâce à une baisse des changes ou des prix intérieurs, et, dans ce cas, à un abandon de la stabilisation. Si, au contraire, une hausse a lieu, les exportations augmenteront et les importations diminueront, l'établissement de droits de sortie ne sera sans doute pas suffisant pour enrayer ce mouvement, et il s'ensuivra, sans recours possible, une hausse soit des prix intérieurs soit du change.

L'action des ententes nationales de producteurs est donc insuffisante. Certaines matières premières se trouvent dès maintenant contrôlées par des syndicats internationaux et leur prix est fixé par les décisions de ces organismes bien plus que par le jeu normal des lois économiques. Mais ces résultats ne peuvent pas être étendus à tous les produits. L'existence d'un vaste marché international sur lequel s'établissent des cours uniformes est nécessaire. Il faut également que les marchandises puissent être conservées pendant longtemps, car, lorsque la production ne peut pas être facilement développée ou réduite, la constitution de larges stocks est indispensable. Les produits finis, dont les types se perfectionnent chaque jour, les denrées agricoles, qui doivent être consommées dans un laps de temps assez court, ne pourraient donc pas avoir leurs prix stabilisés de cette manière. D'ailleurs le but poursuivi par les ententes inter-

nationales de producteurs est généralement d'élever artificiellement les cours. Il serait sans doute vain de leur demander de prendre en considération l'intérêt général.

Aussi, à cette action spéciale sur l'offre de chaque produit faut-il préférer une action générale sur la demande, qui serait confiée aux pouvoirs publics. Leur rôle pourrait être très efficace pour empêcher une baisse des prix. L'administration interviendrait sur le marché en stagnation en entreprenant des travaux publics. Ses commandes de fournitures permettraient à la production de se maintenir à un niveau satisfaisant¹.

Mais ce n'est pas par l'impôt que ces dépenses devraient être couvertes, car le prélèvement ainsi effectué sur les revenus des particuliers aurait sans doute pour effet de diminuer la consommation. Ce serait au contraire l'épargne productive qui se trouverait réduite si l'Etat émettait un emprunt. Pour remédier à ces inconvénients un fonds spécial pourrait être constitué, alimenté par des impôts annuels, mais dont les ressources ne seraient employées que dans les périodes de dépression.

Cette action des gouvernements compléterait heureusement celle des instituts d'émission. Leur collaboration dans le cadre international prendrait une certaine solennité, et mettrait, en même temps que des procédés techniques efficaces, une grande force morale et psychologique au service de la stabilisation des prix.

C'est la tendance actuelle des études économiques de procéder à la mesure précise des phénomènes. Les vieilles lois de l'école classique semblent impuissantes à expli-

1. Cf. Aftalion, *Review of Economic Statistics*, octobre 1927. Bellerby, *Monetary Stability*, 2^e partie, ch. 11.

quer de façon satisfaisante les événements de ces dernières années, aussi tente-t-on de leur substituer des démonstrations quantitatives. La métaphysique cède la place à l'analyse des chiffres.

Après avoir indiqué les moyens les plus propres à établir la stabilité des prix et les difficultés que rencontre la réalisation de ce dessein, nous étudierons la tentative de stabilisation qui a été poursuivie depuis 1923 par les Banques de Réserve des Etats-Unis. L'abondance de leur encaisse rendait possible, si cela était nécessaire, un très large développement des moyens de paiement. L'indépendance vis-à-vis des prix étrangers était presque parfaite d'une économie pour ainsi dire fermée : la protection douanière était forte, le commerce extérieur ne représentait que 5 % environ de la production nationale et la solidarité financière avec les grandes places étrangères se trouvait presque abolie par suite des difficultés monétaires que traversait l'Europe. La situation était donc particulièrement favorable pour une telle expérience.

DEUXIÈME PARTIE

L'EXPÉRIENCE DES ÉTATS-UNIS

CHAPITRE PREMIER

LE FEDERAL RESERVE SYSTEM

Avant d'étudier la politique des Banques de Réserve, il est bon de rappeler en quelques mots l'organisation du système bancaire aux Etats-Unis.

Le Federal Reserve System, qui a pris naissance par l'Acte de 1913 transformait la structure financière de ce pays en lui donnant à la fois plus d'élasticité et plus de cohésion. Auparavant la loi empêchait les banques d'avoir des succursales. Aussi existait-il d'innombrables établissements sans lien entre eux et il en résultait de graves difficultés de compensation.

Les Trust Companies et les State Banks, c'est-à-dire les banques qui n'émettaient pas de billets — non qu'elles en fussent empêchées par une disposition légale mais parce qu'elles auraient dû payer une taxe prohibitive — faisaient leurs compensations soit par l'intermédiaire d'une plus grande banque qui jouait

1. Cf. Hawtrey, *Monetary reconstruction*, ch. V. — Willis, *The Federal Reserve system*.

ainsi pour elles le rôle de siège central, soit grâce à l'existence d'un Clearing House. Cette chambre de compensation émettait une certaine quantité de « Clearing House Certificates » dont chaque banque pouvait se procurer un certain nombre moyennant un dépôt de valeurs et grâce auxquels elle avait la possibilité d'y couvrir les déficits éventuels de son compte.

Les autres banques, c'est-à-dire les National Banks, qui émettaient du papier-monnaie, avaient une organisation qui constituait déjà l'ébauche du Federal Reserve System. Elles devaient garder vis-à-vis de leurs dépôts, une certaine couverture dont la proportion variait selon que l'établissement se trouvait dans une Central Reserve City (il y en avait trois, New-York, Chicago, St-Louis), une Reserve City (il y en avait 50), ou une ville quelconque. Dans ce dernier cas, elle était de 15 % dont 9 % sous forme de dépôts dans les National Banks des Reserve Cities. Dans une Reserve City de 25 % dont la moitié en dépôt dans les Central Reserve Cities Banks qui devaient à leur tour garder une encaisse de 25 % vis-à-vis de leurs dépôts, et formaient lesommet d'une sorte de pyramide bancaire. La réserve en dépôts des National Banks correspondait au Clearing House Certificates des banques non nationales et on la considérait comme aussi importante que la réserve en monnaie légale.

Le système ainsi organisé manquait de souplesse. Les périodes de crise s'accompagnaient souvent d'une panique financière, car le resserrement du crédit intervenait trop brusquement. La nécessité se faisait sentir d'une réforme qui fut réalisée en 1913 par le « Federal Reserve Act ».

L'obligation était imposée aux National Banks, la possibilité donnée aux State Banks et Trust Companies de faire partie du système. Chaque banque affiliée devait souscrire une somme égale à 6 % de son propre capital pour constituer celui des banques de réserve.

Celles-ci sont au nombre de 12, chacune seule dans son district, et ayant à sa tête un Gouverneur, un « Federal Reserve Agent » et un conseil de directeurs. La liaison est assurée entre elles par un Conseil d'Administration commun, le « Federal Reserve Board », composé de six membres nommés pour 10 ans par le président de la République, du secrétaire du Trésor (c'est-à-dire du Ministre des Finances), et d'un autre haut fonctionnaire, le Contrôleur de la Circulation. Les rapports du Board avec les banques de réserves ont lieu par l'intermédiaire des Federal Reserve Agents. Ils sont rendus plus étroits grâce à l'existence, d'une part, d'un bureau de recherches et de statistiques où sont rassemblées et coordonnées les renseignements qui concernent l'activité du système et, d'autre part, du « Federal Advisory Council », sorte de comité technique qui donne des avis sur les questions économiques et financières qui peuvent se poser. Un organe nouveau a été créé en 1923, « l'Open Market Comittee », chargé d'assurer l'unité dans les interventions sur le marché libre.

Pour que la pression exercée de cette manière en même temps que par le maniement de l'escompte soit efficace, les liens qui unissent les banques de réserve aux établissements qui leur sont affiliés sont tels que les directives du Federal Reserve Board soient suivies avec docilité.

Les Member Banks sont tenues d'avoir vis-à-vis des sommes qu'elles acceptent en dépôt une certaine proportion de réserves qui était fixée par le Federal Reserve Act à 18, 15 et 12 % selon les villes au lieu de 25, 25 et 15 pour les National Banks dans l'ancien système. Cette couverture devait être pour un tiers en monnaie légale, pour les deux autres tiers elle pouvait être constituée par des dépôts aux banques de réserve et devait même l'être obligatoirement dans une certaine proportion. Aucune partie de la réserve ne pouvait consister en dépôts dans une banque autre qu'une Federal Reserve Bank. Un amendement du 22 juin 1917 a abaissé cette proportion de couverture jusqu'à 13, 10 et 7 %. Mais toute la réserve doit désormais être constituée par un actif aux Federal Reserve Banks. La quantité de monnaie légale gardée par chaque banque affiliée n'a plus pour objet que de satisfaire à ses besoins de caisse et aux demandes de ses clients.

Les réserves cessent ainsi d'être de la monnaie pour devenir uniquement des dépôts. C'est ce qui donne au système l'élasticité recherchée. Auparavant le manque d'espèces pouvait provoquer une contraction violente du crédit, et aboutir à une suspension des paiements : une banque dont la réserve tombe au-dessous du minimum obligatoire est empêchée de faire de nouveaux prêts tant que dure cet état de choses ; lorsque les réserves doivent être constituées en espèces, le manque général de monnaie est irrémédiable et il en résulte un refus général de payer qui ne peut que précipiter la crise. Dans la situation actuelle, la banque affiliée dont les réserves ne sont plus suffisantes peut venir au rées-compte ou emprunter directement à la Federal Reserve

Bank dont elle dépend. Mieux encore, le Board peut suspendre toute obligation de couverture, ce qui autorise les Member Banks à continuer leurs prêts sans être pour cela dans la nécessité d'augmenter leur actif aux banques de réserve.

Il faut d'ailleurs noter que la couverture requise vis-à-vis des dépôts à terme est de 3 % seulement, quel que soit le siège de la Member Bank. Une augmentation de ces dépôts par rapport à ceux à vue, sans que leur total soit changé, permet donc d'accorder le même volume de crédit avec une réserve moindre. La même réserve peut servir de couverture à un montant de dépôts très variables suivant la proportion des dépôts à terme et des dépôts à vue. Une banque affiliée qui a besoin d'une couverture de 10 % pour ses dépôts à vue peut recevoir, avec des réserves que nous fixerons arbitrairement à 10 dollars par exemple :

	100 doll. de dépôts à terme	couverts par 3 doll. de réserve
	70 doll. — vue	— 7 —
soit au total	170 doll. de dépôts	
ou encore	25 doll. de dépôts à terme	couverts par 0,75 doll. de réserve
	92,5 doll. — vue	— 9,25 doll. —
soit au total	117,5 doll. de dépôts	

Ses 10 dollars de réserve lui permettent de recevoir 100 dollars de dépôts au minimum si tous sont à vue et 333,33 dollars au maximum si tous sont à terme. Il y a là pour les banques affiliées la possibilité d'accorder de nouveaux crédits grâce à un changement dans la composition de leur passif, sans avoir à recourir à l'emprunt ni au réescompte.

Ce sont là en effet les deux moyens qui s'offrent à elles pour compléter leurs réserves. Les banques affiliées

ont le droit de faire réescompter des traites éligibles de leurs clients ou d'emprunter pour leur propre compte à échéance de quinze jours, sur une garantie constituée par des valeurs gouvernementales ou du papier éligible. L'éligibilité est soumise à certaines conditions par la loi, interprétée par le Federal Reserve Board. Les effets doivent avoir une échéance de 90 jours au plus et être destinés à couvrir des transactions commerciales, industrielles, ou agricoles, à l'exclusion des opérations sur valeurs (sauf toutefois celles sur les titres émis par le Gouvernement des Etats-Unis). Le Board, dans son interprétation, a dégagé un certain nombre de règles qui se trouvent à l'appendice B du Federal Reserve Act. Il statue que les effets ne doivent pas être utilisés pour des placements « permanents ou fixes d'aucune sorte, tels que terrains, bâtiments, machines ou quelque immobilisation que ce soit. » Les crédits accordés ne doivent servir que de fonds de roulement. Il est également spécifié que si les traites apportées au réescompte peuvent être couvertes par du papier inéligible, les fonds qu'elles procurent ne peuvent jamais être employés à des placements ou à des spéculations. D'ailleurs, pour accorder des prêts aux Member Banks les Federal Reserve Banks ne tiennent pas seulement compte des règles formelles de l'éligibilité mais encore de la position générale de la banque emprunteuse, de ses placements, des prêts qu'elle a elle-même consentis et de son attitude.

La section 4 du Federal Reserve Act dispose que chaque banque de réserve pourra accorder à chaque banque affiliée les crédits qui peuvent lui être consentis raisonnablement et sans risques, en tenant compte des réclamations et des demandes des autres banques affiliées.

C'est ainsi, selon le rapport du Federal Reserve Board pour l'année 1926 que, si une banque affiliée est endettée à sa banque de réserve pendant un laps de temps assez long, une enquête a lieu. On se préoccupera de savoir à quoi ces emprunts continuels ont été employés et s'ils n'ont pas servi, en définitive, à augmenter le capital de la Member Bank aux dépens du fonds commun, que constitue le pouvoir de prêter des Federal Reserve Banks, et auquel toutes les Member Banks ont droit. Les prêts aux banques affiliées doivent avoir pour but de faire face aux besoins temporaires ou saisonniers des clients.

Pour assurer le respect de ces principes et renforcer l'action financière par une sorte de tutelle administrative il existe sous la direction du Contrôleur de la Circulation un corps d'inspecteurs (examiners) qui se rendent compte dans des tournées de la situation des Member Banks et dressent un rapport d'inspection envoyé à la Federal Reserve Bank ainsi qu'à la banque affiliée qui en est l'objet. Celle-ci peut ainsi faire un examen de conscience. Quant à la banque de réserve dont elle dépend elle « fait des observations, convoque les directeurs et tâche d'imposer ses vues. Elle leur déclare ne pouvoir les aider dans un moment critique que si elles modifient leurs méthodes et améliorent leur situation. »

A New-York les liens qui unissent les Member Banks à la Federal Reserve Bank sont encore plus étroits. Des rapports quotidiens sont faits à la banque de réserve qui indiquent le montant des prêts au jour le jour, des emprunts, des réserves réelles et des réserves requises. Ce n'est qu'à la fin de chaque semaine, le vendredi, que sont établis les comptes définitifs : il suffit que la moyenne

des réserves réelles de chaque jour soit égale ou supérieure à la réserve requise par le Federal Reserve Act. En attendant ce moment, les réserves possédées réellement ne sont pas forcément chaque jour égales à celles qui correspondraient légalement au montant des dépôts. La banque de réserve, par les renseignements quotidiens qui lui sont fournis, peut prévoir quelle sera à la fin de la semaine la situation de chaque banque affiliée. Si une de celles-ci est continuellement endettée, alors qu'elle a d'autres moyens de compléter sa couverture, une conférence a lieu. Il lui est conseillé d'assainir sa situation, de diminuer ses prêts dont le trop large volume entraîne des emprunts continus et importants, incompatibles avec une saine politique bancaire¹.

L'action sur les Member Banks est donc rendue particulièrement efficace par la nécessité où elles sont d'avoir une couverture vis-à-vis de leurs dépôts.

Celle-ci figure au passif des Federal Reserve Banks sous le titre : Dépôts des Banques affiliées.

L'actif et le passif d'une banque de réserve se présentent sous la forme suivante¹ :

Actif

Encaisse or;

Encaisse autre que de l'or;

Espèces non comprises dans l'encaisse;

Effets escomptés;

Effets achetés sur le marché libre;

Sans réserves;

Avec convention de rachat;

1. Cf. Hearings, *H. R.*, 7895, p. 456. Gouverneur Strong.

2. Cf. n'importe quel « *Federal Reserve Bulletin* ».

Titres du Gouvernement des Etats-Unis;
Achetés sans réserves;
Avec convention de rachat;
Autres titres;
Créances sur des banques étrangères;
Créances diverses;
Immeubles;
Divers.

Passif

Billets en circulation;
Dépôts :
des banques affiliées (leurs réserves);
du Gouvernement;
de banques étrangères;
autres dépôts;
Capital;
Réserves
Engagements divers.

L'encaisse or sert de couverture à la circulation monétaire et aux dépôts. La proportion minima est fixée respectivement à 40 et 35 %.

Les réescomptes aux banques affiliées sont composés surtout de billets à ordre, car c'est principalement sous cette forme que des facilités sont accordées au commerce. Les effets achetés sur le marché libre sont généralement de même nature et n'ont comme garantie que la signature de l'emprunteur. Les lettres de change et les acceptations de banques sont extrêmement rares.

Cependant, les Federal Reserve Banks ont voulu favoriser l'emploi de ces dernières. Très commodés pour les besoins du commerce extérieur, elles étaient peu usitées aux Etats-Unis avant la guerre. La plupart des transactions de ce genre avaient lieu à Londres. Les banquiers de la Cité réalisaient, de ce fait, des profits qui auraient pu revenir à ceux de New-York. Les commerçants américains devaient supporter un risque de change, puisque ces effets étaient libellés en livres sterling. Le développement de leurs affaires pouvait être gêné par le droit de regard qui était ainsi accordé à la concurrence étrangère.

Les acceptations étaient des placements d'autant plus intéressants que leur liquidité était assurée par le cours des transactions commerciales qu'elles avaient pour but de financer. Pour développer leur emploi et leur assurer à New-York un large marché, les banques de réserve les ont fait bénéficier de taux de faveur et en ont acheté de grandes quantités. Lorsque ces achats sont faits à une banque affiliée, ils correspondent exactement à un réescompte. S'ils sont faits à des particuliers, il en va différemment, puisque le crédit accordé ainsi est employé à une opération commerciale, au lieu de servir de base à de nouveaux prêts. De plus, ces achats à des particuliers ont lieu parfois avec promesse de rachat au bout de 15 jours, c'est-à-dire à échéance raccourcie. En 1925, parmi les acceptations en portefeuille, 28 % venaient des banques affiliées, le reste était acheté sur le marché libre, et 43 % du total était à moins de 15 jours.

Comme nous avons déjà eu l'occasion de le remarquer, le terme fixe des acceptations enlève sa souplesse à l'action qui pourrait être exercée sur le crédit par leur achat ou

par leur vente : les banques de réserve peuvent simplement ne pas racheter un effet quand celui-ci est échu. D'ailleurs, le taux auquel ces fonds sont mis à la disposition du public est volontairement bas et peu variable. Leur volume dépend de celui du commerce extérieur. Le lien des acceptations avec la situation internationale, est encore renforcé par le fait que les banques centrales européennes effectuent souvent des placements sous cette forme par l'intermédiaire de la Federal Reserve Bank de New-York. Les fonds ainsi prêtés au marché américain ont passé de 19 millions de dollars en 1923, à 43 millions en 1924, et à 65 millions en 1925.

Nous avons déjà vu quel était le rôle dans la politique du crédit des titres du gouvernement des Etats-Unis (United States Securities). Les variations de leur volume présentent donc une importance particulière.

Si nous négligeons les deux postes : Créances diverses (Reserve Bank Float) et Créances sur des banques étrangères (Due from Foreign Banks), crédits accordés aux Instituts d'Emission européens pour les aider à stabiliser leur monnaie, l'actif des Federal Reserve Banks comprend, sous le titre « Reserve Bank Credit Outstanding » les réescomptes aux banques affiliées, les effets achetés sur le marché libre, et le portefeuille de valeurs gouvernementales¹.

Dans notre étude de l'action stabilisatrice, nous détacherons les United States Securities, car c'est par leur achat et leur vente, en même temps que par le maniement du taux de l'escompte, que s'exerce prin-

1. Cf. *Federal Reserve Board Annual Report*, 1926.

ciipalement cette action. Les variations de leur volume nous indiqueront généralement le sens dans lequel le Board veut diriger le marché monétaire.

L'influence inverse, du marché sur le Board, est transmise par les banques affiliées. Nous avons dit que celles-ci ont besoin vis-à-vis de leurs dépôts d'une réserve légale. Si cette réserve tombe au-dessous du minimum requis, elles devront la relever en faisant appel au Federal Reserve Credit. C'est par cette nécessité de couverture que s'exerce l'influence des banques de réserve sur les banques affiliées, et par là sur le marché du crédit. Si sa réserve devient déficitaire, la banque affiliée doit augmenter son endettement auprès des Federal Reserve Banks ou diminuer ses prêts. Si l'ensemble des banques affiliées doivent compléter leurs réserves, il en résultera une tension sur le marché monétaire.

C'est ce qui peut être observé sur le marché de New-York. Selon l'état de leurs réserves, les Member Banks diminuent ou augmentent leurs prêts au jour le jour, et le taux d'intérêt de ce genre de placement s'élève ou s'abaisse en conséquence. Une déposition de M Burgess devant le Congrès¹ est particulièrement intéressante à cet égard. Elle montre que le taux des Call-loans est en étroite corrélation avec l'excès ou le déficit des réserves réelles par rapport aux réserves requises des banques affiliées. L'influence ainsi obtenue sur les prêts au jour le jour s'étend ensuite avec plus ou moins de force au marché du crédit tout entier.

Mais les banques affiliées peuvent aussi compléter leur couverture, grâce à des billets qui sont retirés de

1. Cf. Hearings *H. R.*, 7895, Mr W. R. Burgess, p. 1010.

la circulation. On peut dire pour simplifier qu'au passif des Federal Reserve Banks le poste « circulation » diminue au profit du poste « dépôt des Member Banks ». Ces établissements peuvent enfin déposer de l'or. Le poste « encaisse or » (actif) augmente parallèlement au poste « dépôts des Member Banks » (passif). En sens inverse, un besoin d'or ou de billets de la part des banques affiliées les oblige à faire appel au Federal Reserve Credit, dans la proportion de 1 dollar pour 1 dollar de métal ou de papier demandé.

Nous voyons ainsi que, en dehors du mouvement propre du crédit, celui de la circulation et celui de l'or exercent sur les conditions monétaires une influence très notable dont il importe de tenir compte. Le Federal Reserve Board publie des statistiques hebdomadaires des réserves des banques affiliées, de la circulation monétaire, du crédit accordé par les banques de réserve, et du stock d'or. Les variations de ces quatre éléments s'inscrivent en 4 courbes rapprochées dans un même graphique. Elles sont en effet en étroite corrélation¹ : nous venons de dire que l'augmentation des réserves des banques affiliées correspond soit à une augmentation du stock d'or, ou du Federal Reserve Credit, soit à une diminution de la circulation. En appelant R ces réserves, C' le Federal Reserve Credit, C la circulation et S le stock d'or, en désignant par DR une variation des réserves que l'on affectera du signe—si c'est une diminution et du signe +, si c'est une augmentation. Et de même D_{C'}, D_C et D_S on a, en gros, l'égalité :

$$D_{C'} + D_S = D_R + D_C$$

1, Cf. Hearing, H. R. 7895, Mr. W. R. Burgess, p. 1012.

Il y a là une sorte de balance du crédit toujours en équilibre, comme la balance des comptes d'un pays, mais dont il est intéressant de savoir comment l'équilibre a été obtenu.

Mais R, C', C, S, et le taux de l'escompte, auquel il faut toujours comparer celui du marché libre, ne suffisent pas à caractériser la situation du crédit. Il faut avoir des données sur le volume total des prêts. Pour cela nous considérerons que ceux accordés par les Reporting Member Banks, (celles dont les statistiques hebdomadaires sont rassemblées et publiées par le Federal Reserve Bulletin) en sont une représentation assez exacte. Nous suivrons la division habituelle en prêts : sur titres, tous autres prêts et placements. Les « tous autres prêts » représentent les facilités accordées au commerce et à l'industrie, tandis que les prêts sur titres sont considérés comme d'un caractère spéculatif et boursier. Il faut noter cependant qu'il se peut fort bien qu'une entreprise se fasse accorder un prêt en donnant des valeurs comme garantie, pour obtenir des fonds dont elle fera un usage purement industriel ou commercial. L'inverse peut également se produire, et la division se trouve ainsi faussée. Pour mieux caractériser le mouvement spéculatif, nous étudierons aussi les variations des prêts aux Brokers (intermédiaires en Bourse), publiées par le système de réserve depuis 1926.

La situation de crédit sera ainsi caractérisée par :

1° L'action des banques de réserve, par les achats et les ventes de valeurs, les variations du taux de l'escompte, et éventuellement des avertissements.

2° La base de crédit accordée en tenant compte des mouvements de l'or et de la circulation.

3° Le volume du Member Bank Credit considéré comme représentant le volume total du crédit.

En même temps que la situation monétaire, nous étudierons l'état de la production et les mouvements des prix.

Nous emploierons l'indice de la production industrielle que publie le Federal Reserve Board (variations saisonnières éliminées, 100 comme moyenne pour 1923-25).

Pour les prix, nous utiliserons l'indice de gros et nous séparerons les prix de l'agriculture. Ceux-ci en effet semblent moins encore que les autres susceptibles d'être dirigés, car ils dépendent surtout des récoltes aux Etats-Unis et dans le reste du monde, plus sensibles à la pluie et au beau temps qu'aux directives du Federal Reserve System. Nous tâcherons ainsi de voir par quel mécanisme et avec quelle perte d'énergie les mesures prises par les autorités bancaires ont agi sur les prix, et s'il faut leur attribuer tout le mérite de la stabilité obtenue. Nous procéderons selon l'ordre chronologique en partant de l'année 1923, après un très court exposé de l'attitude du Federal Reserve Board de 1919 à 1922¹.

1. Les statistiques utilisées sont celles publiées par le *Federal Reserve Board* dans ses bulletins mensuels et ses rapports annuels.

CHAPITRE II.

LA POLITIQUE DU FEDERAL RESERVE BOARD

1919 - 1922

C'est à la faveur de la guerre et principalement depuis la participation des Etats-Unis aux hostilités, que le Federal Reserve System a pris toute son importance. C'est par lui qu'ont été financées les opérations du Trésor américain, c'est lui qui est devenu un inépuisable réservoir de crédit, grâce à de continuelles importations d'or, et a ainsi favorisé l'extraordinaire développement de l'activité économique du pays.

Cette prospérité due à des circonstances exceptionnelles devait s'arrêter avec elles et peut-être fallait-il mettre le monde des affaires en garde contre ce qu'elle avait d'un peu factice. Le Board a dû subir le reproche de ne pas avoir élevé le taux de l'escompte dès 1919. Mais il était dans la nécessité de favoriser le grand emprunt de la victoire « Victory Loan » et pour cela de maintenir le loyer de l'argent assez bas afin de permettre aux banques ou aux particuliers de prêter à l'Etat à des conditions avantageuses pour ce dernier. Ce n'est qu'ensuite, les réserves étant tombées à 42, 5 %, que le taux de l'escompte fut relevé, dès février 1920, et

passa de 4,75 à 6, puis 7 %. Faut-il voir dans ces mesures la cause déterminante de la crise de 1920? Nous ne le croyons pas, une hausse exagérée doit inéluctablement être suivie d'une baisse rapide. Une réadaptation était inévitable. Comme s'exprime le rapport du Federal Reserve Board pour l'année 1920, « ...il a fallu passer du délire du temps de guerre aux conditions plus normales de la paix ».

La crise d'ailleurs était mondiale et semble avoir commencé sur le marché japonais de la soie, dès février 1920.

Devant cette situation nouvelle, quelle allait être l'efficacité d'un système qui jusqu'alors n'avait prouvé que son aptitude pour l'inflation? Malgré l'élévation du taux de l'escompte, le volume du crédit continuait à augmenter, comme celui de la circulation. L'existence de stocks accumulés en vue de la hausse, et que l'on ne pouvait pas vendre, entraînait le renouvellement forcé de certains prêts qui devenaient ainsi gelés, « frozen », et dont la liquidation était de plus en plus problématique. Ce n'est que dans le cours de l'année 1921 que se produisit, avec une baisse par paliers du taux de l'escompte de 7 à 4,50 %, une déflation du crédit et de la circulation. En même temps, de fortes importations d'or, 700.000.000 de dollars environ, rendaient les banques affiliées beaucoup plus indépendantes et faisaient remonter la proportion de réserve jusqu'à 76 %, tandis que les prix atteignaient à la fin de l'année leur minimum avec 138.

1922 est marqué par une reprise de l'activité économique, le taux de l'escompte est encore abaissé à 4 %, et sans une sensible augmentation du volume du crédit

ni de la circulation, les prix remontent jusqu'à 156. L'influence des conditions de guerre semble dès ce moment éliminée. La politique du Federal Reserve System va maintenant prendre conscience d'elle-même, se préciser, s'exposer (cf. rapport annuel du Federal Reserve Board pour 1923). Nous entrons dans la période de stabilisation proprement dite.

1923 — 1924

Au début de l'année 1923 se place une hausse très nette des prix et de la production. Leurs courbes présentent un aspect très caractéristique de reprise cyclique après le minimum de 1922. Le rythme de cette prospérité est assez rapide et l'on croit généralement qu'elle durera encore longtemps. Le service économique de Harvard prédit, le 17 janvier, une hausse pour toute l'année, et le 26 mars répète ses prédictions. Le professeur Commons¹ conte qu'à un déjeuner du mois de février 1923, un certain nombre de prévisionnistes économiques, parmi lesquels lui-même et Carl Snyder, dont nous avons déjà eu l'occasion de parler, se trouvaient réunis et se proposèrent de prévoir jusqu'où se poursuivrait la hausse des prix de gros : 172, fut la réponse moyenne, et ce maximum devait être atteint au début de 1924. Si l'on note que l'indice se tenait alors aux environs de 156, on voit que la période de prospérité était considérée comme devant durer encore un certain temps.

En effet, le crédit accordé par les banques affiliées augmente d'un milliard environ dans les trois premiers

1, Cf. Hearings, H. R. 7, 895, p. 1088.

mois de l'année. D'autre part, les entrées d'or se font de plus en plus importantes et iront jusqu'à dépasser 40.000.000 de dollars pour le seul mois de mai. Nous avons déjà exposé que ces mouvements de métal ont pour effet de donner une nouvelle base de crédit aux Member Banks et de les libérer en partie du contrôle des Federal Reserve Banks. Nous vérifions cette proposition en constatant que le portefeuille de celles-ci baisse en janvier et reste stationnaire les mois suivants. L'augmentation des prêts des banques affiliées a pu avoir lieu, grâce aux entrées d'or, sans appel aux Reserve Bank Credit.

Dans ces conditions, les prévisions des économistes semblaient fondées. Cependant, la hausse des prix s'arrête dès avril, tandis que la production continue à augmenter jusqu'en mai pour baisser ensuite, les prix demeurant stationnaires.

Il semble bien que ce résultat doive être attribué à la politique du Board, qui en agissant à temps, a produit un effet très net. Tout d'abord son action s'est exercée sur le marché libre pour annuler l'influence des importations d'or. C'est dans le courant de 1922 qu'a été créé l'Open Market Committee, destiné à coordonner et à rendre systématiques les interventions des différentes banques de réserve. Le portefeuille d'United States Securities, qui était de 421.000.000 de dollars au début de l'année, diminue chaque mois et passe à 355.000.000 en février, 317.000.000 en mars, 230.000.000 en avril, 193.000.000 en mai, 155.000.000 en juin, 96.000.000 en juillet, 89.000.000 en août.

D'autre part, à la fin de février, les banques de réserve de Boston, New-York et San Francisco, élevaient d'un demi-point leur taux d'escompte qui passe de 4

à 4,50 %, avance d'autant plus significative que c'était la première depuis deux ans. Dans son rapport annuel, le Board fait remarquer que cette hausse de l'escompte était une simple unification du taux entre les différents districts de réserve, dans le but d'éviter des prêts exagérés dans ceux où il était bas, et d'assurer une meilleure distribution du crédit.

L'arrêt des prix serait dû plutôt à la prudence des industriels. Il faut remarquer à cet égard que la baisse a porté surtout sur les instruments de production qui sont la partie la plus sensible du marché des marchandises : si les chefs d'entreprise ne croient pas à la durée de la hausse, ils ne font pas d'achats destinés à développer leur production.

Il semble bien que l'action du Board ait été surtout psychologique et indirecte sur des producteurs à l'esprit desquels était encore présente la crise de 1921. La sagesse leur était prêchée de toutes parts¹. C'est ainsi que le 23 mars, Mr G. E. Roberts dans un rapport à la Chambre de Commerce des Etats-Unis mettait en garde contre l'inflation et laissait prévoir une nouvelle avance du taux de l'escompte. Le lendemain, le marché des valeurs montrait une certaine nervosité à la suite de bruits selon lesquels le Federal Reserve Board devait bientôt publier un avertissement solennel contre l'inflation. Le 26, l'économiste bien connu, B. M. Anderson jr. dans le *Chase Bulletin* conseille la prudence. Le 20 avril, Mr Hoover publie un avertissement contre l'inflation, qu'il renouvellera le 9 mai. Enfin, le 27 avril, l'as-

1. Cf. Hearings, Déposition de M. J. F. Commons, p. 1092, *H. R.*, 7895.

sociation des banquiers déclare que l'inflation devient dangereuse et recommande la prudence.

Devant ces conseils appuyés par l'action technique des autorités bancaires, la hausse des prix va bientôt cesser. L'indice de gros atteint son maximum en avril avec 170, et baisse ensuite jusqu'à 163, niveau autour duquel il restera assez stable jusqu'à la nouvelle baisse de 1923. Pendant ce temps, la production industrielle atteint un maximum en avril 1923, un mois après les prix, son minimum se place en août 1924, deux mois après celui des prix. Le volume du commerce restait assez faible et la demande satisfaisante des consommateurs permettait la liquidation des stocks accumulés sans une baisse des prix trop marquée. La situation du crédit était encore dominée par le fait des importations d'or, qui se sont élevées à 294.000.000 de dollars en 1923, 258.000.000 en 1924. Les ventes de valeurs ont continué comme nous avons vu jusqu'en août 1923, mais à partir de ce moment, les achats reprennent et atteignent 109.000.000 de dollars pour février et mars 1924. L'action par le taux de l'escompte s'exerce également dans un sens favorable. Ce taux est abaissé à New-York à 4 % le 1^{er} mai 1924, à 3,5 le 12 juin et enfin à 3 le 8 août. Ainsi la politique du Board dès les premiers mois de 1924 est de faciliter le crédit. La situation sur le marché libre est encore plus accentuée et les call-loans (prêts au jour le jour) sont accordés à 2 %.

Ainsi, tandit que les prêts des banques affiliées marquent dès la fin du printemps de 1924, une hausse de 1,5 % par mois, le portefeuille des Federal Reserve Banks est en baisse jusqu'en juillet et le développement qu'il accuse dans la seconde partie de l'année est dû,

en dehors du mouvement saisonnier, aux achats de valeurs, car les réescomptes sont en baisse. L'indépendance dont bénéficient ainsi les banques affiliées est due à la fois aux importations d'or et aux rentrées de papier monnaie.

Celles-ci sont provoquées par une diminution dans les besoins de numéraire pour le paiement des salaires. La production, en effet, a continué à baisser, malgré les facilités d'emprunt accordées par les banques de réserve. L'augmentation du volume des crédits a eu lieu grâce aux mouvements de métal et il semble bien que l'achat d'United States Securities ait été l'effet plutôt que la cause de la diminution des réescomptes. Quant à la baisse du taux officiel de l'intérêt, elle n'a fait que suivre celle du marché libre.

Et cependant, le dernier trimestre de 1924 est caractérisé par une reprise de la production et des prix. Faut-il y voir un effet, un peu tardif, des mesures prises par le Board et de l'afflux d'or, auquel les autorités bancaires ont laissé exercer son influence normale? Il ne semble pas que ce soit là les causes principales qu'il faut chercher dans les conditions de l'agriculture et du commerce extérieur.

Les récoltes de 1924 ont été bonnes aux Etats-Unis et mauvaises dans le reste du monde. Il en est résulté pour le blé une hausse des prix et des exportations. Des mouvements analogues ont eu lieu pour d'autres produits agricoles. Ils ont été favorisés par l'émission sur le marché américain d'emprunts étrangers qui ont permis d'effectuer plus facilement ces achats. Aussi ceux-ci se manifestent-ils en faveur non seulement de l'agriculture, mais aussi de l'industrie. La reprise qui

marque la fin de 1924 semble donc due principalement à l'augmentation de la demande de marchandises par l'étranger et par les agriculteurs dont les revenus étaient particulièrement satisfaisants.

1925

La hausse des prix se poursuit pendant les premiers mois de l'année 1925, pour faire place ensuite à une légère tendance à la baisse. En définitive, le niveau de décembre est le même que celui de janvier. Cet état de choses n'a pas empêché l'augmentation de la production industrielle. Les deux courbes de la production et des prix varient généralement dans le même sens et ne se dissocient que dans les mois de crise. Elles ont présenté en 1925 des mouvements en sens inverse, développement de l'activité économique avec des prix légèrement en baisse, qu'il est important de noter.

Les fluctuations du volume du crédit sont restées assez indépendantes de celles des prix. Au début de l'année le retour saisonnier du papier monnaie a compensé d'assez faibles exportations d'or. Celles-ci se poursuivant, la banque de réserve de New-York élève son taux d'escompte de 3 à 3,5 % et vend pour 300 millions de dollars d'United States Securities. Ces mesures sont destinées à agir, non pas sur la situation intérieure, mais sur des éléments extérieurs. Les mouvements d'or ayant tendance à se renverser, par suite de l'établissement du Gold Exchange Standard en Angleterre, doivent être enrayés afin qu'ils ne viennent pas troubler le développement de l'économie nationale.

Dans la seconde partie de l'année, une tendance

déjà existante s'accroît : l'attitude spéculative du marché des valeurs. Si le volume du crédit accordé par les banques affiliées au cours de l'année 1925 a augmenté d'un milliard environ, c'est surtout par les prêts sur titres et les placements, les prêts commerciaux proprement dits ne présentant que leur augmentation saisonnière de fin d'année. Devant cette situation, quelle allait être l'attitude du Federal Reserve Board ? Le taux de l'escompte est relevé de 3,5 à 4 % à Boston le 10 novembre. Cleveland, San Francisco, Philadelphie, suivent ce mouvement, tandis que New-York reste à 3,5 % et ne passera à 4 que le 8 janvier 1926. Dans son rapport pour 1925, le Board explique ce retard : « Dans l'absence d'une attitude spéculative parmi les usagers commerciaux du crédit, le Federal Reserve System ne voulait pas, en vue d'exercer une action restrictive sur ceux qui empruntaient pour reporter, ou négocier sur valeurs, élever le taux de l'escompte à New-York et exercer ainsi son influence dans le sens d'une nouvelle hausse dans le coût du crédit pour le commerce et l'industrie, au moment du maximum saisonnier dans le volume des emprunts commerciaux et dans la demande de crédits destinés à financer les exportations de produits agricoles. »

La crainte qu'une élévation du taux de l'escompte provoquât une importation d'or est aussi indiquée. C'est pourquoi cette mesure fut différée jusqu'au moment où la hausse saisonnière eut pris fin et où les importations de métal étaient moins à redouter.

Des achats de valeurs pour un montant de 50.000.000 de dollars eurent également lieu en décembre comme moyen de faciliter les besoins de fin d'année.

L'année 1925 peut être caractérisée par la sagesse des industriels à laquelle le Board rend hommage dans son rapport. Ils ont cherché leurs bénéfices dans une production accrue et un prix de revient diminué plutôt que dans une hausse des prix de vente. C'est grâce à l'efficacité de la main-d'œuvre, de l'outillage et des transports qu'un tel résultat a pu être obtenu et que la baisse des prix a comporté une augmentation des profits. Il est intéressant de noter que dans les branches de l'industrie où l'activité a été la plus satisfaisante, la construction et l'automobile, les prix des matières premières et des produits finis ont marqué une baisse.

Une autre caractéristique de l'année a été l'opposition entre l'attitude prudente du commerce et de l'industrie et le déchaînement de la spéculation au Stock Exchange. En face de ces situations différentes, la politique du système va pécher par manque de souplesse. Comment agir dans un sens sur le marché des valeurs et dans un autre sur celui des marchandises? Il semble que ce soit là un problème insoluble avec les moyens dont dispose une banque centrale.

Il faut enfin noter que des exportations d'or ont eu lieu. La reconstruction monétaire de l'Europe va devenir un facteur dont devront tenir compte les autorités bancaires aux Etats-Unis.

1926

L'année 1926 est marquée par une stabilité assez nette. Les prix baissent de 156 à 147, mais ce mouvement est dû surtout aux produits agricoles qui perdent 12 points, de 154 à 142, tandis que les produits industriels sont plus fermes, à 152 contre 158. Cet état de

choses provient d'une mauvaise récolte de céréales par suite de la sécheresse. C'est en somme l'inverse de ce qui a eu lieu en 1924. Une très bonne récolte de coton a amené une telle baisse des cours de ce produit que l'ensemble de cette récolte abondante vaut moins que la production plus faible de l'année précédente. Cette situation de l'agriculture fait que le pouvoir d'achat des fermiers est moindre, ce qui va diminuer la demande de produits industriels.

La production industrielle, après avoir passé de 106 en janvier à 113 en septembre, va redescendre à 105 en décembre, revenant ainsi à son niveau du début de l'année.

Le volume du crédit accordé par les banques affiliées présente une stabilité remarquable. Les Reporting Member Banks ont à leur actif 19.502 millions de prêts et placements en janvier et 19.953 millions en décembre. Cette légère augmentation est due aux prêts commerciaux qui augmentent de 450 millions de dollars environ. Ceux sur valeurs diminuent de 89 millions tandis que les placements s'accroissent d'à peu près autant. La spéculation sur titres semble donc arrêtée. L'augmentation du volume des prêts commerciaux ne présente rien d'inquiétant, étant donné que le volume de la production est assez ferme et que les prix ont une tendance à la baisse. Dans ces conditions, le Federal Reserve Board n'avait pas besoin d'agir, la stabilité était toute faite.

La hausse de l'escompte de 3,5 à 4 % le 8 janvier à New-York correspond, nous l'avons signalé, à la situation de 1925 et n'est qu'une mesure retardée. La banque de réserve de New-York va encore baisser, puis élever

son taux d'escompte d'un demi-point, les deux mouvements se compensant, tandis qu'il n'y a pas de variations dans les autres districts qui restent à 4 %. Le 23 avril, baisse à 3,5 %, à un moment de large liquidation des prêts des banques et devant une apparence de déclin dans l'activité industrielle. Cette baisse a été accompagnée par l'achat de 65.000.000 d'United States Securities. Le 13 août, retour aux taux de 4 %, à cause d'un accroissement des prêts sur titres et du Federal Reserve Credit, et aussi pour ne pas être trop en deçà du taux du marché libre, en légère avance. Vente corrélative de 75.000.000 d'United States Securities. En somme, l'année 1926 est une année de grande stabilité du crédit et de la production, avec une légère baisse des prix.

1927

L'activité industrielle continue à être satisfaisante et même en hausse dans les premiers mois de 1927 grâce au fer, à l'acier, au caoutchouc, aux automobiles et surtout aux textiles. A partir de la deuxième quinzaine de mars, elle commence à baisser, surtout pour le fer, l'acier et l'automobile, les usines Ford suspendant temporairement leur fabrication pour préparer un nouveau modèle.

En même temps les importations d'or, qui avaient permis aux banques affiliées de se libérer vis-à-vis des banques de réserve dont le crédit en usage était en diminution, cessent à partir du mois de mai et font même place en juin à des exportations. Aussi les Federal Reserve Banks procèdent-elles à des achats de valeurs et leur portefeuille d'United States Securities passe

de 291 à 397 millions de mai à juin. Dès juillet le taux de l'escompte est abaissé de 4 à 3,5 %.

Les prix avaient déjà cessé de baisser au mois de juin, c'est-à-dire avant le changement de l'escompte. Si on les divise en prix agricoles et industriels on voit que le minimum a été atteint par les prix agricoles à la fin du mois d'avril, suivi d'une hausse jusqu'à la fin de septembre et d'une stabilité relative pour le dernier trimestre de l'année. Les prix industriels en déclin jusqu'en juin, sont ensuite stables. Les mouvements de l'indice de gros ne sont donc que l'image affaiblie de ceux des prix agricoles.

Dans ces conditions les profits des entreprises ont marqué une légère régression. Si nous envisageons 171 sociétés dont les bilans sont résumés par la Federal Reserve Bank de New-York nous voyons que leurs profits comparés à ceux de 1926 sont les mêmes pour le premier trimestre, moindres de 5 % pour le second et de 10 % pour le troisième. Le nombre des faillites est également considérable, 23.146 au lieu de 21.173 l'année précédente, avec un passif de 520 millions de dollars au lieu de 409. C'est cette situation de l'industrie qui justifie la politique d'argent facile pratiquée par le Board. Les achats d'United States Securities se poursuivent tant comme aide à l'industrie que comme contre-partie des exportations d'or. Le montant des titres en portefeuilles est de 605 millions de dollars le 31 décembre contre 310 millions en janvier.

Quel a été le résultat de ces mesures sur le volume du crédit ? Si nous examinons la situation des Reporting Member Banks en décembre 26 et en décembre 27 nous voyons que le total des prêts et placements a passé

de 20.055 millions de dollars à 21.728 millions, en augmentation de 8,4 %. Ce développement du crédit a pu avoir lieu sans un accroissement parallèle des réserves aux Federal Reserve Banks. Les dépôts à vue ont diminué par rapport aux dépôts à terme qui n'exigent que 3 % de couverture et n'en permettent pas moins d'accorder des crédits. Un changement dans les habitudes du public a eu pour résultat de rendre les banques affiliées plus indépendantes des banques de réserve.

Les prêts commerciaux accusent une diminution de 0,4 %, qui serait même de 3,5 % si l'on en détachait les prêts hypothécaires, confondus avec eux dans les statistiques, et qui marquent une augmentation de 276 millions de dollars. L'accroissement du volume total du crédit correspond à une forte augmentation des prêts sur titres et des placements. Ceux-ci sont en hausse de 14,5 %, ceux-là de 15,8 %. Cette situation est encore soulignée par l'augmentation que marquent les prêts aux Brokers, en hausse de 33 %.

Les facilités destinées au commerce et à l'industrie se sont dirigées vers le marché des capitaux et la spéculation boursière. L'opposition entre le marché des valeurs et celui des marchandises qui s'était déjà manifestée en 1925 prend un aspect aigu et les moyens du Board ne lui permettent pas de favoriser l'industrie et en même temps de décourager l'activité du Stock Exchange.

1928

Ainsi, à l'entrée de l'année 1928 la situation semble assez délicate d'une organisation bancaire qui en accordant largement des prêts destinés au commerce et à

l'industrie a surtout réussi à encourager la spéculation sur titres. Elle est encore compliquée par le fait des exportations d'or. La perte de métal pour 1927 a été de 150 millions de dollars. L'encaisse du système de réserve se trouvait en mai 1927 à son maximum. Entre cette époque et la fin juin 1928 le stock d'or baisse de 580 millions de dollars. Ces exportations massives sont dues à la constitution de réserves par divers pays désireux de revenir au régime de l'étalon d'or. Parmi les acheteurs la France prend le premier rang avec 257 millions pour la période envisagée. C'est une redistribution de l'or accumulé aux Etats-Unis pendant les années précédentes.

La production et les prix ont présenté un développement satisfaisant au cours de l'année 1928 et la politique de stabilisation a été aidée par la sagesse du monde des affaires.

Si les produits de l'agriculture ont subi d'assez larges fluctuations à cause de la plus ou moins grande abondance des récoltes aux Etats-Unis et dans le reste du monde ceux de l'industrie ont bénéficié d'une stabilité appréciable. Après son déclin dans les derniers mois de 1927 l'activité industrielle s'est développée rapidement et son niveau pour 1928 est supérieur à celui de l'année précédente. Ce mouvement se manifeste surtout dans la construction des automobiles et dans l'industrie du bâtiment. La distribution des biens s'est effectuée de manière satisfaisante et à la fin de l'année les stocks de marchandises ne marquaient aucune augmentation.

Les prix ont montré une fermeté remarquable. Leur mouvement de hausse qui pouvait présenter au début de l'année une certaine corrélation avec celui du niveau

mondial semble dès le printemps être purement national, car, tandis que les prix des autres pays ont une tendance à la baisse, ceux des Etats-Unis poursuivent leur hausse lente et retrouvent leur moyenne de 1926, 6 % au-dessus du minimum de mai 1927.

Dans ces conditions les profits ne pouvaient être que satisfaisants. La Standard Statistics Co les calcule pour 492 sociétés en hausse de 11 % sur ceux de l'année précédente. Une situation économique aussi favorable justifiait le développement du crédit qui est intervenu au cours des premiers mois de 1928 pour faire place ensuite à une certaine stabilité. L'augmentation a portée, contrairement à ce qui s'était passé l'année précédente, à la fois sur les prêts commerciaux, sur les placements et sur les prêts sur titres. Une activité accrue à des prix en hausse devait se manifester par un usage plus large du crédit. Mais ce n'est pas sans une certaine appréhension que l'on a pu voir la spéculation prendre des proportions dangereuses. La hausse extraordinaire des valeurs, qui avait commencé à se manifester grâce à la politique du taux bas de l'intérêt qu'ont pratiqué les banques de réserve au cours de l'été 1927 a été le fait marquant de l'année.

En même temps, les exportations d'or atteignaient un niveau jusqu'alors inconnu. Quoique compensées en partie par une rentrée de papier-monnaie dans les caisses des banques de réserve, elles devaient fatalement provoquer une tension sur le marché du crédit. Elles obligeaient en effet les banques affiliées à emprunter aux Federal Reserve Banks, à augmenter ainsi leur endettement. Plus elles doivent avoir recours à de tels procédés pour compléter leurs réserves, moins elles se

montrent disposées à accorder largement des crédits.

En face d'une situation monétaire qui avait déjà tendance à être assez difficile par suite de la demande accrue des crédits et de l'offre réduite, les banques de réserve ont procédé de janvier à juin à des ventes d'United States Securities. Dans son bulletin mensuel de janvier 1929 le Federal Reserve Board explique ainsi son attitude « ces ventes étaient faites dans un but de resserrement monétaire, à cause de l'accroissement rapide du crédit provenant seulement pour une faible part des besoins financiers du commerce et de l'industrie. » Le portefeuille de valeurs passe de 512 millions de dollars en janvier à 232 millions en juin pour se trouver à 263 en décembre.

En même temps le taux de l'escompte était élevé par paliers de 3,5 %, niveau uniforme de décembre 1927, à 4,5 % pour les quatre districts agricoles et à 5 % pour les huit autres, parmi lesquels se trouve New-York place dont l'importance est capitale par suite de la spéculation au Stock Exchange et des mouvements d'or.

La tension du crédit ainsi accentuée portait les réescomptes des banques affiliées de 465 millions de dollars à 1 milliard 100 millions environ du mois de janvier au mois de juin. A partir de ce moment ce poste de l'actif reste à peu près stationnaire, de même que le portefeuille d'United States Securities. La demande automnale de crédits semble avoir été satisfaite uniquement par des achats d'acceptations. Les fonds mis ainsi à la disposition du marché pouvaient servir aux Member Banks pour rembourser une partie de leurs emprunts. Ceux-ci cependant apparaissent encore accrus par les besoins de crédits de fin d'année. Cet endette

ment a été un facteur important de la hausse des taux sur le marché libre, qui a été une des caractéristiques de 1928, et dont le tableau suivant¹ permet de se rendre compte :

	Déc. 1927	Déc. 1928
Call Money	5.5-5	9-12
Pâpier à 90 jours	5.25	7.75
Pâpier commercial de premier ordre	4	7.75
Acceptations à 90 jours (non endossées)	3.25	4.5
Banques à leurs clients sur prêts commerciaux	4.38	5.5
Certificats et bons du Trésor		
Echéance 15 mars	3.24	4.14
Echéance 15 avril	3.25	4.42
Escompte (Federal Reserve Bank de New-York)	3.5	5
Achat d'effets à 90 jours (Federal Reserve Bank de New-York)	3.25	4.5

Cette tension du crédit, en même temps que l'inflation sur le marché des valeurs et les exportations d'or sont des facteurs défavorables tandis que l'état général de liquidité dans les affaires, marqué par une absence de constitution de stocks et de hausse exagérée des prix, réduit le danger de ces éléments de crise.

1. Cf. Burgess, *Review of Economic statistics*, février 1929. The Money Market in 1928.

Dans ces circonstances difficiles, la politique du Federal Reserve Board a été quelque peu hésitante. Pour ce qui est de l'escompte et du portefeuille d'United States Securities elle a subi une interruption et n'a pas poussé jusqu'à ses extrêmes limites le mouvement de restriction qu'elle avait amorcé. Il semble même que le poste d'acceptations ait été dirigé en opposition avec les mesures qui tendaient à resserrer le crédit. Les achats qui ont eu lieu à la fin de l'année portent leur montant de 178 millions de dollars en août à 483 en décembre. Ils ont sans doute été inspirés par l'espoir que les fonds ainsi offerts au marché seraient surtout utiles au commerce et à l'industrie et qu'ils ne pourraient pas être détournés vers la bourse des valeurs. Tout en proclamant l'impossibilité d'une telle entreprise les autorités bancaires semblent avoir tenté une expérience de sélection du crédit.

Cet essai n'a pas réussi, mais la tension du marché monétaire n'a pas empêché la prospérité économique. Si le but du système de réserve a été de limiter l'élévation du taux de l'intérêt de manière à ce que le commerce et l'industrie n'en souffrent pas, ce but a été atteint. S'il a été de restreindre la hausse des valeurs et l'usage spéculatif du crédit l'échec n'est pas douteux.

CHAPITRE III

LES PRETS AUX BROKERS

Une action a été tentée contre le Stock Exchange, mais elle s'est heurtée à d'insurmontables difficultés.

La hausse sur le marché des valeurs a atteint de très larges proportions. Elle est indiquée par deux indices : Barron's et Dow-Jones¹. Le premier passe de janvier à décembre de 154,38 à 187,25 pour les valeurs de chemins de fer et de 202,9 à 467,25 pour les valeurs industrielles. Le second enregistre des résultats plus modestes : 138,7 à 147,4 pour les valeurs de chemins de fer et 198,9 à 280,8 pour les valeurs industrielles. La hausse des cours, si elle n'a pas été continue puisque le mois de juin a été marqué par une baisse sensible, n'en a pas moins été très rapide. La spéculation est devenue générale dans le pays et comme nous l'avons dit, l'élévation du taux de l'intérêt n'a pas pu provoquer une restriction du volume des crédits employés aux opérations de bourse. Les prêts aux Brokers par les banques affiliées de New-York ont passé de 3 milliards 802 millions en janvier à 5 milliards 193 millions en décembre. La hausse (37 %) a été continue et n'a pas subi, comme le cours des valeurs, un recul en juin.

1. Cf. *Federal Reserve Bulletin*, janvier 1929.

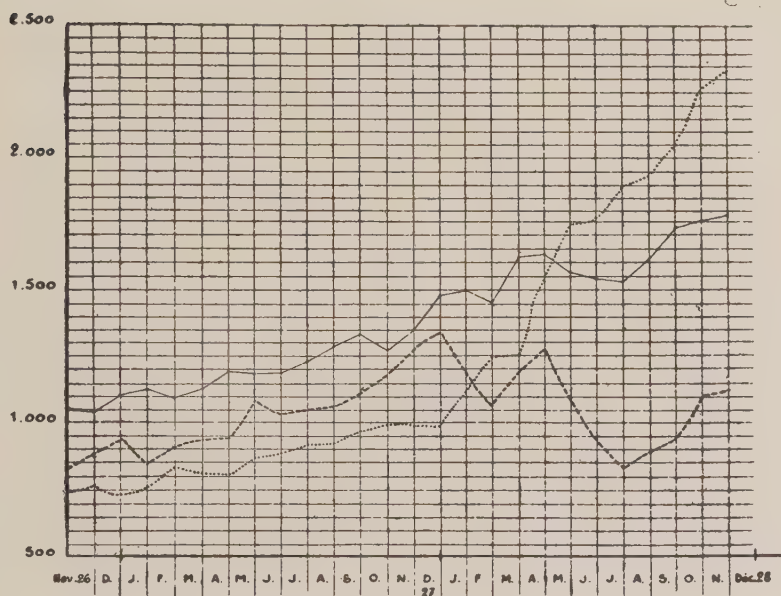
Les statistiques de la Bourse de New-York indiquent un développement encore plus net. Les prêts passent de 4 milliards 420 millions à 6 milliards 440 millions, en augmentation de 44 %.

Mais l'indication la plus intéressante réside sans doute dans la comparaison entre d'une part les prêts faits par les Member Banks de New-York pour leur compte et d'autre part, ceux accordés pour le compte de banques de province ou de l'étranger et pour le compte d'autres, c'est-à-dire de sociétés, commerciales et industrielles, et de particuliers, qui trouvent là une source de placements fructueux. Le Federal Reserve Bulletin de janvier 1929 publie à cet égard des chiffres très instructifs qui rendent compte de la situation de novembre 1926 à décembre 1928.

Les prêts des banques affiliées pour leur propre compte passent de 819 millions à 1 milliard 114 millions et marquent un déclin en 1928 puisqu'ils étaient de 1 milliard 342 millions en janvier, 228 millions au-dessus de leur niveau de fin d'année. Les prêts pour le compte des banques s'élèvent de 1 milliard 048 millions à 1 milliard 760 millions avec un rythme de hausse continu. Ceux « pour le compte d'autres » passent de 48 millions à 2 milliards 319 millions, leur augmentation a pris place surtout au cours de l'année 1928 puisque leur montant qui était de 990 millions en janvier s'est accru en décembre de 1 milliard 329 millions. Le graphique ci-contre, établi d'après les statistiques publiées dans le Federal Reserve Bulletin de janvier 1929, indique ces mouvements caractéristiques.

Les statistiques du Stock Exchange montrent une situation analogue, les prêts des banques privées, banques

COURBE DES VARIATIONS MENSUELLES DE NOV.-26 A DÉC.-28
PRÊTS AUX BROKERS DES REPORTING MEMBER BANKS DE N.-Y.



MONTANT DES PRÊTS EN MILLIONS DE DOLLARS

- prêts pour le compte d'autres
- prêts pour le compte de banques de province
- prêts pour leur propre compte

étrangères, et autres s'élèvent de 621 millions en décembre 1927 à 1 milliard 39 millions en décembre 1928.

La hausse du taux de l'intérêt a donc eu pour effet d'attirer sur le marché des valeurs des capitaux étrangers (c'est là un phénomène normal, dont nous avons parlé dans la première partie de cette étude) et en même temps des fonds de particuliers et de sociétés américaines qui généralement ne s'engageaient pas dans des opérations de banque mais qui ont trouvé profitable d'apporter à la spéculation le concours de leurs disponibilités. Cette aide a été rendue possible par un accroissement de la vitesse de circulation des dépôts en banque. Celle-ci, d'après Mr Randolph Burgess¹, serait pour le dernier trimestre de 1928 supérieure de 25 % à ce qu'elle était dans les trois derniers mois de 1927. De telles mesures sont toujours difficiles à établir, mais il est, de toutes façons, indéniable qu'une partie du crédit à la spéculation est extérieur et constitue soit un apport de l'étranger soit du crédit destiné au commerce et détourné de sa destination primitive. C'est ce que reconnaît le Board « à la fin de l'année plus de la moitié des emprunts des Brokers du Stock Exchange consistait en prêts provenant de sources non bancaires ». Ainsi s'explique que le système de réserve ait perdu le contrôle du marché monétaire.

Cette situation est d'autant plus dangereuse que l'aide ainsi apportée tend désormais à prendre la forme de prêts à vue² : les emprunteurs ne consentent à payer

1. *Review of Economic Statistics*, février 1929.

2. Cf. Burgess, *Review of Economic statistics*, février 1929. *The Money Market* in 1928.

des taux d'intérêt élevés que pour des engagements à courte échéance, les prêteurs veulent garder à leurs fonds la plus grande liquidité possible pour pouvoir, en cas de panique, les enlever aussitôt du marché. Celui-ci se trouve de ce chef exposé à un retrait massif des crédits qui lui sont accordés. Une telle éventualité ne manquerait pas de provoquer une crise grave qui ne pourrait être évitée que grâce au concours des banques de réserve. Celles-ci s'efforceraient sans doute d'empêcher un effondrement, mais leur objectif est de réduire la spéculation qui présente de graves dangers pour le pays.

L'élévation des cours des valeurs a dépassé le niveau que devait lui assigner le développement des entreprises. Celles-ci cependant accroissent leurs ventes grâce aux bénéfices spéculatifs que réalisent les consommateurs. La production se trouve ainsi artificiellement augmentée et les profits qui en résultent ne manquent pas à leur tour de stimuler la hausse des valeurs. Il y a là une chaîne sans fin et le rythme accéléré de ce mouvement ne pourrait que provoquer une crise économique profonde¹.

Celle-ci pourrait également se produire du fait que les disponibilités employées pour les opérations de bourse sont en définitive retirées au commerce et à l'industrie qui reçoivent moins que leur part dans les crédits accordés par les banques. En même temps la tension générale du loyer de l'argent accroît les prix de revient, d'autant plus que le taux d'intérêt est élevé non seulement pour les capitaux à court terme mais aussi pour

1. Cf. M. Jenny, *Le Temps*, 18 mars 1929, Les problèmes monétaires en Angleterre et aux Etats-Unis.

ceux plus longue échéance. Il faut noter à cet égard que la spéculation a affecté le marché des émissions. La hausse générale du taux de l'intérêt a contraint les entreprises à lancer, plutôt que des obligations, des actions, auxquelles le public réservait un accueil d'autant plus favorable que les perspectives de profit restaient satisfaisantes.

L'élévation du loyer de l'argent a eu une autre conséquence. Des capitaux étrangers se sont trouvés attirés à New-York, ce qui a provoqué une vive tension monétaire sur d'autres places. Il semble que celle de Londres ait été particulièrement éprouvée. La livre sterling s'est trouvée au-dessous du gold point de sortie, et des expéditions d'or ont eu lieu vers les Etats-Unis. Pour sauvegarder une encaisse réduite, la Banque d'Angleterre a dû, le 7 février 1929, élever de 4,5 à 5,5 % le taux de son escompte, risquant ainsi de ralentir encore une activité économique en déclin. Cette hausse de 1 %, qui n'a pas manqué de provoquer des plaintes dans les milieux industriels, ne semble d'ailleurs pas suffisante puisque, bien que le taux officiel soit de 5 % à New-York, les cours pratiqués sur le marché libre sont bien plus élevés.

Des considérations à la fois intérieures et extérieures invitaient donc le Federal Reserve Board à prendre des mesures énergiques contre le Stock Exchange

Une action d'ordre général sur le volume du crédit et le taux de l'intérêt était à écarter. Elle aurait lésé les intérêts des entreprises, contraintes de payer des taux prohibitifs pour des prêts qui leur étaient nécessaires. Une restriction générale du crédit aurait pu avoir pour conséquence une crise économique, aggravée encore

par le fait que les disponibilités se seraient trouvées détournées vers les spéculateurs en bourse, qui auraient consenti plus facilement que les commerçants et les industriels à supporter la charge de l'intérêt élevé.

Il fallait recourir à une action spéciale sur les prêts aux Brokers, qui diminuât ceux-ci sans affecter les fonds destinés à des usages économiques sains. Le taux de l'escompte et les opérations sur le marché libre étaient une arme inefficace, aussi le Board, pour atteindre ce but, a-t-il pris des mesures qui devaient avoir sur le marché monétaire une action technique ou psychologique.

Une hausse du Call Money pouvait sans doute être provoquée par les autorités bancaires, mais elle n'aurait pas arrêté la spéculation qui aurait trouvé des fonds, attirés précisément par ce taux avantageux, et ces nouveaux apports des particuliers ou de l'étranger auraient encore aggravé l'indépendance du Stock Exchange vis-à-vis du système de réserve.

Aussi une solution assez paradoxale a-t-elle pu être envisagée. Il s'agissait de favoriser le développement économique par une baisse générale du loyer de l'argent qui aurait en même temps éloigné de la Bourse les capitaux privés nationaux ou étrangers. Mais il en serait sans doute résulté une hausse des cours des valeurs qui aurait attiré plus de fonds que la baisse du taux de l'intérêt n'en aurait éliminé.

Les Banques de réserve ont appliqué deux procédés pour brimer la spéculation.

Le premier consistait à allouer un taux d'intérêt élevé aux dépôts en banque pour empêcher les clients de les retirer et de mettre leurs fonds à la disposition

des Brokers. Mais, pour ne pas éprouver de pertes, les banques auraient dû à leur tour n'accorder des crédits qu'à des conditions très onéreuses, soit aux entreprises, mais cela eût provoqué une tension du crédit commercial que le système de réserve veut éviter à tout prix soit aux Brokers, et c'est alors revenir au second procédé.

Celui-ci consista à prélever une commission très élevée sur les prêts faits aux Brokers par l'intermédiaire d'une banque affiliée. Le taux net perçu par le particulier est ainsi réduit, tandis que celui payé par le spéculateur reste élevé. En même temps que la demande est réduite, l'offre se trouve diminuée et on obtient grâce à cette méthode deux influences du taux de l'intérêt, qui semblaient au premier abord s'exclure.

Les deux procédés qui viennent d'être indiqués peuvent d'ailleurs se combiner. Dès le mois d'août 1928 le système des réserves fédérales faisait appel à la collaboration du New-York Clearing House en vue, d'une part, de hausser le taux d'intérêt servi aux dépôts à terme et à vue, pour favoriser ce genre de placements, et d'autre part, d'élever les commissions sur les prêts destinés à la spéculation, afin de décourager les prêteurs.

A partir du 15 mars 1929 des mesures rigoureuses seront appliquées par les banques affiliées. Les prêts à vue accordés aux Brokers par les banques nationales et étrangères, les sociétés et les individus devront subir un prélèvement d'autant plus fort que le taux d'intérêt sera plus élevé. Ce taux sera ainsi réduit à 6 % net environ, au maximum.

Les taux de 6 $\frac{1}{2}$ % brut paieront une commission de 1 $\frac{1}{2}$ %

Ceux de	6 à 7 %.	—	1, 50 %.
Ceux de	9 %.	—	3 $\frac{1}{2}$ % etc.

Une action très efficace pourrait ainsi être obtenue sur les prêts pour le compte des banques et pour le compte d'autres si les prêteurs consentaient à subir ce prélèvement. Ils se préoccuperont sans doute de l'éviter en apportant directement leurs fonds aux Brokers.

C'est à la même difficulté que doivent se heurter les mesures prises par certaines banques de réserve (Minneapolis, Dallas et Kansas, districts agricoles) qui refusent désormais le réescompte aux effets provenant de banques qui font des avances aux intermédiaires en Bourse. Les prêts faits de cette manière ne manqueront pas de diminuer mais tant que ce genre de placements demeurera attrayant et que les particuliers auront des fonds disponibles ils les mettront d'une manière ou d'une autre à la disposition du Stock Exchange¹.

Il semble que ces fonds existent à cause de la politique de crédit facile pratiquée par le système de réserve au cours de l'année 1927. D'ailleurs l'augmentation de la vitesse de circulation des dépôts permettrait toujours de financer les opérations sur valeurs. Celles-ci ne pourraient retrouver des proportions normales que si les spéculateurs revenaient à la sagesse et à la prudence,

Aussi les autorités bancaires n'ont-elles pas manqué de tenter une action psychologique. Une longue liste pourrait être dressée des avertissements aux spéculateurs. Les dirigeants du système, les directeurs des grandes banques, prennent la parole dans des réunions ou des congrès pour mettre en garde le pays contre les dangers que fait courir à son économie une spéculation boursière exagérée. Leurs discours sont d'autant moins

1. Cf. Lacour Gayet, *Revue de Paris*, 1^{er} mai 1929. La spéculation en Amérique.

suivis d'effet qu'il est clair qu'en cas de panique ils apporteraient leur aide aux Brokers pour éviter une crise qui aurait de graves répercussions sur l'activité nationale.

A partir du mois de février 1929, ces avertissements se multiplient.

Le 7 février, communiqué du Federal Reserve Board.

16 février, communiqué du Federal Advisory Council.

24 février, lettre du gouverneur de la Banque de Réserve de Philadelphie.

27 février, lettre du Federal Reserve Board au sénat.

8 mars, déclarations pessimistes d'un des fondateurs du Federal Reserve System.

14 mars, le secrétaire du Trésor, Mr Mellon, déclare que le cours des actions est trop élevé et que le moment semble venu d'acheter des obligations.

15 mars, discours du Gouverneur du Federal Reserve Board faisant allusion à une hausse possible du taux de l'escompte.

18 mars, discours du Gouverneur de la Banque de Réserve de Boston.

4 avril, avertissement comminatoire du Federal Reserve Board.

Une crise très nette se produisit le 26 mars. Le taux des Call-Loans tomba de 20 à 5 %/o. Mais il suffit qu'un établissement de crédit annonçât qu'il mettait 25 millions de dollars à la disposition des Brokers pour ranimer le marché et relever le taux des prêts au jour le jour.

La hausse des cours peut trouver une raison d'être dans les perspectives favorables du développement économique. Mais il semble surtout que l'état d'esprit du public à l'égard des valeurs se soit modifié aux Etats-Unis comme dans le reste du monde. Les actions ont gagné

dans sa faveur la place jadis réservée aux obligations. Il préfère être l'associé des entreprises plutôt que leur créancier afin de participer aux profits et aux plus-values d'actif au lieu de recevoir un revenu fixe. L'esprit d'épargne semble avoir fait place dans une certaine mesure à l'esprit de spéculation et les événements ont donné raison à ceux qui avaient consenti à courir un risque.

Pour ce qui est des crédits indispensables pour mener à bien des transactions sans cesse élargies nous avons vu qu'il était difficile au système de réserve de les enlever aux Brokers puisque le contrôle du marché monétaire semble lui avoir échappé.

A moins que les autorités bancaires ne provoquent une tension générale du crédit qui aboutirait à une crise économique pire que le mal, la spéculation ne pourra prendre fin que si elle revient à une prudence qui semble pour le moment lui faire totalement défaut. Le nombre des spéculateurs s'est accru dans de très larges proportions, certains observateurs estiment qu'il a décuplé depuis 10 ans et atteint actuellement 10 millions. C'est dire combien il est vain d'attendre de la sagesse de leur part, et quelles graves répercussions aurait une baisse des cours.

Mais comme nous l'avons déjà dit le problème n'intéresse pas seulement les capitalistes américains. L'élévation du loyer de l'argent aux Etats-Unis a provoqué une vive tension monétaire sur certains marchés financiers étrangers. C'est une manifestation particulièrement intéressante de la solidarité internationale dont on peut trouver une autre preuve dans les conséquences qu'à eu en Amérique la reconstruction monétaire de l'Europe.

CHAPITRE IV

LE PROBLEME DE L'OR AUX ETATS-UNIS

Au cours de ces dernières années le stock d'or des Etats-Unis n'avait pas cessé de s'accroître aux dépens de celui de l'Europe. En 1928 ce mouvement s'est renversé. Les banques centrales des pays européens se préoccupaient de reconstituer leur encaisse, la Banque de France en particulier se créait des réserves avant la stabilisation légale et les Etats-Unis ont dû exporter près de 500 millions de dollars d'or de janvier à août 1928. Ce changement pouvait être prévu depuis longtemps. Il est en somme heureux puisqu'il permet le retour du monde à la stabilité monétaire, et, par là un développement du commerce international dont les exportateurs américains ne pourront que bénéficier dans l'avenir. Mais pour le présent immédiat cet état de choses nouveau a affecté la situation financière. Il peut paraître étonnant que des mouvements d'une aussi faible ampleur par rapport aux réserves des Banques Fédérales, et qui laissent à celles-ci une marge aussi considérable avant que soit atteint le minimum requis de 35 et 40 %, puissent exercer une influence prépondérante sur le marché du crédit.

Mais il faut remarquer que l'excès d'or n'est pas aussi

grand qu'il apparaît au premier abord. Des études récentes ont insisté sur ce point¹. Le surplus d'or paraît s'élever à près de 2 milliards de dollars. En effet, les billets en circulation, s'élevant à 1 milliard 700 millions de dollars nécessitent une couverture de 40 % soit 680 millions. Les dépôts atteignent 2 milliards 400 millions environ, une réserve de 35 %, soit 480 millions suffit. En fait les banques fédérales ajoutent à leurs 2 milliards 700 millions d'or 150 millions de monnaie légale, couverture admise pour les dépôts. De ce chef l'excédent des réserves dépasse donc 1 milliard 300 millions.

De plus des certificats d'or, gagés par 100 % de métal, ont été émis pour un montant de 1 milliard environ. Leur remplacement par des Federal Reserve Notes rendrait disponibles 600 millions d'or. Il semble donc que les Banques de Reserve détiennent près de 2 milliards d'or au delà de ce qui leur est prescrit par la loi.

En réalité, cet excédent se trouve singulièrement réduit si l'on tient compte de la disposition du Federal Reserve Act qui exige que les billets de banque soient entièrement couverts soit par de l'or soit par du papier éligible. L'excès d'or apparaît alors comme nécessaire pour subvenir au défaut des traites présentant les qualités requises.

Mr Burgess estime que le papier éligible en portefeuille atteint normalement 700 millions. En outre ce mode de couverture est nécessaire non seulement pour la circulation réelle mais pour l'ensemble des billets remis par les agents de la réserve fédérale aux Banques

1. Cf. W. R. Burgess, *Review of Economics Statistics*, février 1929 *The Money Market in 1928*.

Aftalion *Le Capital*, 27 mai 1929. Y a-t-il excès d'or dans les Banques américaines.

de Reserve. Ce sont alors 2 milliards 100 millions qu'il s'agit de gager. Le faible volume du papier commercial éligible exige 1 milliard 400 millions d'or, 720 millions de plus qu'il n'était apparu tout d'abord. Les 600 millions qui auraient pu devenir disponibles du fait du remplacement des certificats d'or par des Federal Reserve Notes disparaissent puisque, tout le papier éligible étant déjà employé, ces billets devraient être entièrement couverts par du métal. L'excédent réel se réduit ainsi à 600 millions de dollars environ. Il reste, en plus, que 1 milliard 300 millions d'or pourraient être remplacés par du papier commercial éligible, mais il y aurait là une inflation de crédit qui n'est pas compatible avec la politique de stabilisation des prix.

Il est dès lors compréhensible que les banques de réserve aient laissé produire tout leur effet aux exportations d'or. Celles-ci obligent les Member Banks à des emprunts aux Federal Reserve Banks. Aussi le montant des réescomptes s'est-il élevé considérablement, et il en est résulté une tension monétaire très vive comme nous l'avons indiqué plus haut. Les autorités bancaires auraient pu atténuer cet état de choses en procédant à des achats de titres sur le marché libre, mais cette aide aurait surtout profité aux spéculateurs. Aucune intervention n'a donc eu lieu après les ventes d'United States Securities du début de l'année et les mouvements d'or ont exercé leur action normale.

Quoique les exportations d'or aient atteint une ampleur qu'elles ne retrouveront sans doute plus, il faut tenir compte de ce que des gouvernements et des banques étrangères, et la Banque de France en particulier, possèdent aux Etats-Unis des disponibilités à

vue qui peuvent à tout moment être converties en or. Un développement des transactions qui aurait pour conséquence un accroissement de la circulation monétaire et des dépôts les obligerait sans doute à réaliser cette opération.

D'une manière plus générale, si la production d'or mondiale n'est pas suffisante pour satisfaire la demande, c'est au stock des banques fédérales que reviendra la charge de la compléter.

Or, le développement normal du volume du crédit et de la circulation aux Etats-Unis, exige une augmentation des réserves qui peut être estimée à 75 millions de dollars par an. Aussi la proportion de couverture élevée dont bénéficie actuellement ce pays, tout en étant extrêmement satisfaisante, aura sans doute tendance à se trouver diminuée par le jeu de facteurs naturels.

Il n'y a pas là cependant de réel danger car des économies de métal pourront être faites grâce à l'usage accru des paiements par chèques et, s'il le fallait, par une modification des nécessités légales de couverture.

Il n'en est pas moins vrai que les mouvements d'or, en même temps que l'usage spéculatif du crédit, ont provoqué une tension générale du loyer de l'argent dont le commerce et l'industrie ne manqueront pas de souffrir. Au début de l'année 1929 ces deux éléments défavorables semblent avoir fortement compromis l'expérience de stabilisation des prix tentée par le Federal Reserve Board.

CHAPITRE V

LES CAUSES DE LA STABILITE DES PRIX AUX ETATS-UNIS

Il est difficile de conclure que la politique bancaire aux Etats-Unis ait abouti à un succès définitif.

Son action sur le volume du crédit n'apparaît pas très nette, lorsque l'on cherche à établir une corrélation entre les mesures prises et les résultats obtenus. Les crédits accordés par les Member Banks n'ont pas cessé de s'accroître, s'élevant de 15 milliards 961 millions en décembre 1922 à 21 milliards 767 millions en décembre 1928¹, selon un rythme comparable à celui du développement de la production, plus rapide cependant à partir de 1927. Il semble que cette avance soit due à l'augmentation des placements et des prêts sur titres par rapport aux prêts commerciaux et il faudrait y voir un effet de la hausse des valeurs. Toutefois, au cours de l'année 1928 les prêts commerciaux se sont développés plus que les prêts sur titres. C'est là sans doute la conséquence des mesures prises pour enrayer la spéculation, mais il est à craindre qu'une partie de ces crédits n'aient été détournés de leur destination et mis

1. Pour les *Réportings Member Banks*.

à la disposition des Brokers. En même temps, les taux d'intérêt du marché libre se sont fortement élevés et semblent assez indépendants du taux officiel de l'es-compte.

D'ailleurs, les prêts accordés par les banques affiliées ne représentent pas le total du volume du crédit. Il faut tenir compte des facilités qui peuvent être mises à la disposition des entreprises ou des spéculateurs par les établissements qui ne dépendent pas du système de réserve et on obtient alors un volume de 55 milliards 850 millions au 31 décembre 1927¹. L'augmentation est proportionnellement à peu près la même pour les crédits et les dépôts des Member Banks que pour ceux des autres établissements.

Il faut donc laisser au Federal Reserve Board le mérite d'avoir proportionné les moyens de paiement au développement de la production plutôt qu'aux possibilités que lui laissaient des réserves sans cesse accrues. Il a heureusement « stérilisé » l'or que lui envoyait l'Europe en trop grande abondance.

Les prix étaient entraînés aux Etats-Unis, par des facteurs monétaires naturels, vers une hausse rapide. Ils ont malgré cela bénéficié d'une stabilité relative puisqu'il ne se sont pas écartés de plus de 5 % de leur moyenne de 1926. Il est également intéressant de noter que leurs mouvements n'ont présenté aucun caractère cyclique.

A quoi faut-il attribuer cet heureux état de choses ? Les banques de réserve se défendent de pouvoir maintenir les prix à un niveau approximativement constant. Le rapport du Board pour 1923 assigne à leur politique

1. Cf. Aftalion. *Monnaie et Industrie* p. 100.

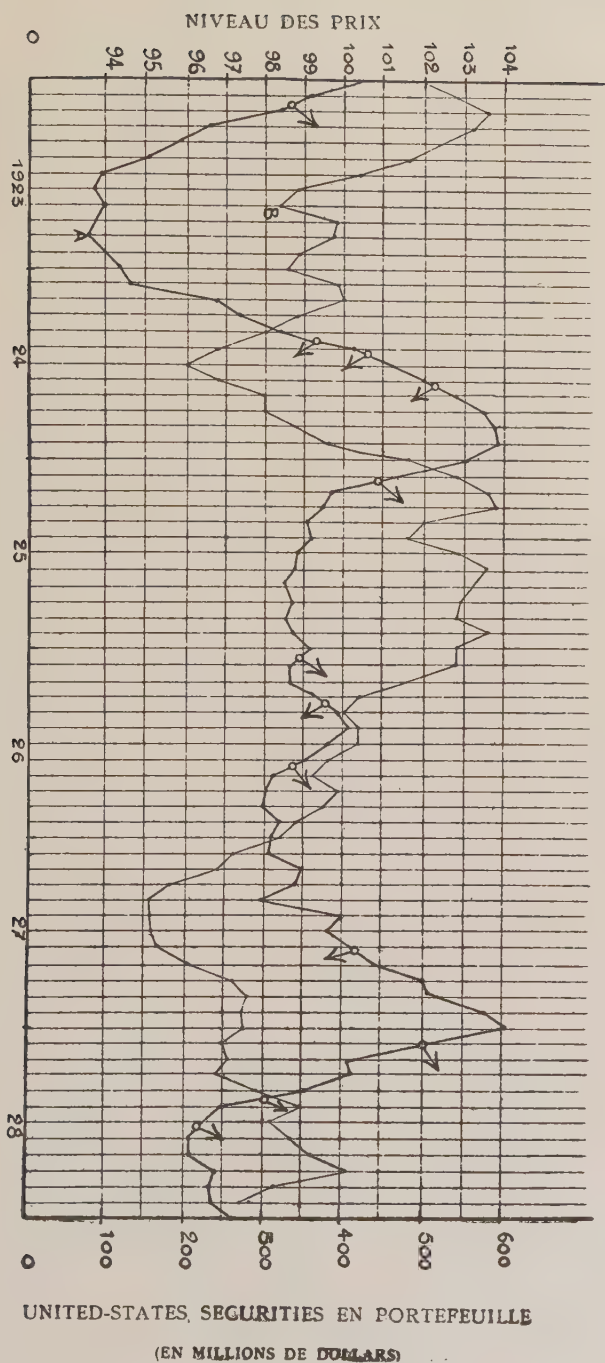
le but de satisfaire les besoins légitimes du commerce et de l'industrie. Une recommandation du Federal Advisory Council du 21 mai 1926 est caractéristique à cet égard « dans l'opinion du Conseil, la stabilisation du niveau des prix ne peut pas être accomplie au moyen du taux de l'escompte et des opérations sur le marché libre. En général, les conditions fondamentales de la situation économique ne peuvent pas être contrôlées par les Federal Reserve Banks ». Celles-ci cependant semblent avoir visé à stabiliser les prix dans une certaine mesure. Leur énergie à se défendre de poursuivre ce but provient surtout de ce qu'elles craignaient que, comme le proposait le représentant James G. Strong, une loi vint les obliger à orienter leur politique du crédit dans ce sens sans augmenter leurs moyens d'action. En réalité une certaine corrélation existe entre les mesures prises par les autorités bancaires et le niveau des prix.

Dans le graphique ci-contre établi d'après celui qui a paru dans *Harvard Business Review* (février 1929) la courbe A représente le portefeuille d'United States Securities des banques de réserve, c'est-à-dire leurs opérations sur le marché libre. Des flèches indiquent les variations du taux de l'escompte, dirigées vers le haut s'il s'agit d'une hausse, vers le bas s'il s'agit d'une baisse.

La courbe B indique les variations de l'indice de gros publié par le Federal Reserve Bulletin pour lequel 100 a été choisi comme moyenne de l'année 1926.

Si les mouvements de la courbe A, accentués par les flèches, précédaient des mouvements analogues de la courbe B, la corrélation entre l'action sur le crédit et les variations limitées des prix serait suffisamment établie.

LA POLITIQUE DES FEDERAL RESERVE BANKS ET LES PRIX 1923-1928



C'est bien ce qui se produit en 1923 lorsque la hausse des prix se trouve arrêtée par des ventes de titres et une élévation de l'escompte.

En 1924 des achats de titres au début de l'année et trois baisses successives du taux de l'escompte semblent provoquer dès juillet une hausse qui est arrêtée au printemps 1925 par une action inverse.

La hausse de l'escompte à la fin de 1925, retardée jusqu'en janvier 1926 à New-York, est due à l'augmentation des prêts sur titres, élément nouveau dans la situation.

Un déclin de la production industrielle provoque une baisse de l'escompte à New-York le 23 avril 1926 et l'achat de 65 millions de dollars de titres. Mais ces mesures ne sont pas suivies d'effet et l'accroissement des prêts sur titres oblige peu après à une hausse du taux de l'escompte.

Le déclin des prix continue au début de l'année 1927 au cours de laquelle les banques de réserve pratiquent une politique de crédit facile, baisse de taux de l'escompte, achat de valeurs. Il s'ensuit une légère reprise des prix, mais aussi un développement excessif de la spéculation au Stock Exchange qui conduit en 1928 à d'énergiques mesures de restriction, l'escompte étant porté successivement à 4, 4,5 et 5 %. Le marché des valeurs fait négliger celui des marchandises et, comme nous l'avons dit, le contrôle des conditions monétaires semble perdu par le système de réserve.

La politique bancaire, surtout lorsqu'elle doit tenir compte d'éléments divers : distribution du crédit entre plusieurs places, mouvements d'or, attitude spéculative de la Bourse, ne peut pas avoir une influence exclu-

sive sur les prix. Leur stabilité a été favorisée aux Etats-Unis par certains facteurs économiques¹.

Les variations du niveau général des prix sont dues surtout à celles des prix agricoles qui dépendent du rendement des récoltes. Les prix industriels ont gardé au contraire un niveau assez constant.

Une meilleure organisation des usines et la fabrication d'un nombre de types réduits pour des consommateurs guidés par une publicité habile ont permis d'abaisser d'une manière notable les prix de revient tout en conservant une marge de profits appréciable. Il est intéressant de noter à cet égard qu'une légère baisse des prix a pu être accompagnée d'une augmentation de la production et des profits, et qu'un mouvement qui était caractéristique de la dépression n'a pas empêché la prospérité.

Les ententes de producteurs, en même temps que le développement du crédit à la consommation, ont assuré dans chaque branche d'industrie un ajustement étroit de l'offre et de la demande.

Mais plus encore qu'à ces mesures techniques, il semble que la stabilité soit due à la sagesse des chefs d'entreprise. Le Federal Reserve Board dans son rapport pour l'année 1925 note que «... peut-être le fait le plus notable a-t-il été l'attitude généralement prudente du monde des affaires à un moment où l'activité économique était grande et où le volume du commerce augmentait. Rarement dans l'histoire des affaires américaines une telle augmentation de l'activité industrielle a eu lieu sans donner place à des tendances spéculatives mar-

1. Cf. Aftalion, *Monnaie et Industrie*, chap. IV, § 5.

quées... Une demande soutenue de marchandises, comme celle de 1925, aurait tendu en d'autres temps à provoquer un développement des marchés des vendeurs, une augmentation des ordres à terme, une élévation des prix, et une accumulation de stocks. »

Ce n'est pas ce qui s'est produit, puisque l'indice des stocks qui était en janvier 1925 de 102 est de 103 en décembre. La différence est minime.⁷⁴ Les moyennes annuelles n'indiquent d'ailleurs pas de variations sensibles pour la période que nous avons considéré. Elles sont de 101 pour 1925, de 103 pour 1926, de 102 pour 1927 et de 100 pour 1928.

Les commerçants et les industriels ont donc fait preuve d'une grande modération dans leurs achats. Ils ont simplement cherché à satisfaire les besoins présents de leur clientèle et se sont abstenus de provoquer ou d'accentuer les mouvements des prix en prenant position à la hausse ou à la baisse. Il y a là un fait nouveau dont l'explication semble être double.

La crainte de la crise a été le commencement de la sagesse. Les pertes éprouvées à la suite de la chute brusque des prix en 1921 ont laissé de douloureux souvenirs.

La prudence a trouvé une nouvelle raison d'être dans une plus grande connaissance des phénomènes économiques. Les mouvements cycliques ont été étudiés aux Etats-Unis avec un soin particulier, et les hommes d'affaires ne sont pas restés indifférents aux recherches des économistes. Celles-ci d'ailleurs ont trouvé une application intéressante dans l'élaboration des prévisions économiques. Des bureaux dont le but est purement commercial se sont créés en marge des travaux désinté-

ressés des universités. Il en est résulté une activité qui a donné d'heureux résultats, et si les mouvements économiques ne peuvent pas toujours être prévus exactement, du moins le public est-il tenu au courant de leur développement.

Cette mise en lumière au profit de chaque entreprise de la vie économique de l'ensemble du pays a été certainement un élément de stabilité dans la marche des affaires. Elle permet en même temps à l'action psychologique des autorités bancaires de s'exercer sur des esprits éclairés qui comprennent toute la portée des avertissements qu'on leur adresse.

Les appels des dirigeants du système de réserve sont ainsi plus efficaces, et leur influence se trouve renforcée par le fait qu'ils peuvent être suivis de mesures techniques qui ne manqueraient pas d'avoir un effet certain sur le marché du crédit. Si ces mesures ne peuvent pas avoir sur le marché des marchandises une action mécanique aussi nette, elles modifient la manière de voir des commerçants et des industriels qu'elles incitent à développer, ou plus facilement, à restreindre leurs affaires.

Il semble donc que, si le système de réserve fédérale a maintenu le mouvement des prix dans les limites assez étroites et évité la fatalité des crises périodiques, ce soit grâce à des circonstances économiques et psychologiques favorables. Une organisation rationnelle de la production et de la consommation, la prudence des chefs d'entreprise, leur connaissance des phénomènes cycliques, tels semblent avoir été les éléments qui ont favorisé aux Etats-Unis la politique des banques de réserve.

CONCLUSION

L'expérience des Etats-Unis vient renforcer notre assertion que les prix dépendent de facteurs économiques sur lesquels les Instituts d'émission ont peu de prise. La production plus ou moins abondante des denrées agricoles et des matières premières, le niveau des salaires, qui dépend d'éléments politiques et sociaux, la charge des frais généraux, qui peut se trouver allégée par une organisation rationnelle des entreprises, ou alourdie par de nouveaux prélèvements fiscaux, sont autant d'influences que les prix doivent subir. Les facteurs non monétaires ne peuvent donc pas être négligés et l'action des ententes de producteurs et de l'Etat, entrepreneur de travaux publics, renforcera heureusement celle des banques centrales.

Même lorsque celles-ci contrôlent le volume des prêts, elles ne peuvent régir complètement le marché des marchandises. Pour peu que les usagers du crédit craignent une baisse des prix, ils restreindront leurs opérations par une diminution de la vitesse de circulation de la monnaie et des dépôts, dont il sera impossible de les détourner. Si au contraire, ils envisagent une hausse, une augmentation de cette vitesse de circulation, une réduction de la période de production, l'usage du crédit

commercial, l'encouragement de la demande par le crédit à la consommation, leur permettront, pour un temps, de développer leurs opérations malgré les autorités bancaires. Il est vraisemblable que celles-ci finiront par triompher d'un optimisme exagéré.

Encore faut-il pour cela que leur action sur le volume du crédit soit suffisamment puissante. Il est rare qu'une partie des banques ne puisse pas échapper à leur emprise, au moins dans une certaine mesure. Le faible volume des opérations sur le marché libre ne permet pas un contrôle suffisant de celui-ci, et tous les types de prêts ne subiront pas d'une manière identique l'influence de ces interventions. La structure du marché financier et l'organisation bancaire du pays, en tant qu'elles consacrent une dépendance plus ou moins grande par rapport à l'Institut d'émission, permettent une action plus ou moins efficace en vue de stabiliser les prix.

Une augmentation du volume du crédit est d'ailleurs presque impossible à obtenir dans une période de découragement, et les taux d'intérêt les plus réduits ne suffisent pas à provoquer les emprunts. Mais une certaine restriction est toujours possible dans une période de demande accrue, quand la plupart des établissements qui accordent des prêts, se trouvent dans l'obligation d'avoir recours à la banque centrale.

Comme l'action sur le prix, l'action sur le crédit semble incapable de renverser un mouvement de baisse, mais il est presque certain qu'elle peut toujours limiter et arrêter un développement exagéré des affaires. Cela s'explique d'autant mieux que les facteurs psychologiques, qui en définitive déterminent les mouvements

des prix, peuvent être plus facilement atteints dans un cas que dans l'autre. S'il est difficile d'encourager les baissiers à abandonner une prudente expectative et à entreprendre des opérations qu'ils craignent de voir se solder en perte, les haussiers seront sensibles à des mesures techniques qui ont pour effet d'élever le coût du crédit et qui pourront, à un moment donné, les priver des fonds qui leur sont nécessaires. Les profits qu'ils escomptent seront ainsi diminués. Ils leur apparaîtront, en même temps, moins sûrs, et leur confiance dans une hausse continue sera ébranlée.

Plus encore que mécanique et directe, l'action des banques centrales est donc psychologique et indirecte. Les avertissements qui peuvent être adressés au monde des affaires, les renseignements qui peuvent lui être communiqués sur la situation économique, renforceront encore cette influence.

Lorsque l'intervention des autorités bancaires est guidée par des indices de la situation économique, et non par l'état des réserves d'or, elle est de nature à limiter efficacement un mouvement exagéré de hausse des prix. Les dépressions seront par là même moins brusques et les mouvements cycliques pourront être atténués dans chaque pays.

Mais la politique de stabilisation pourra être contrariée par des influences extérieures. En temps normal, des forces économiques tendent à maintenir une certaine uniformité ou au moins un certain équilibre, entre les niveaux des prix des différents pays. Un mouvement mondial de hausse ou de baisse exercerait une attraction inévitable sur les prix d'un pays qui, isolément, s'efforcerait de maintenir leur stabilité. Celle-ci

ne pourrait être conservée que grâce à l'instabilité des changes, qui n'aurait pas moins d'inconvénients. Pour éviter les crises économiques, une collaboration des principaux Instituts d'émission n'est donc pas inutile.

Elle est indispensable lorsqu'il s'agit de combattre les mouvements séculaires. Le lien qui doit exister entre le développement de la production et celui des moyens de paiement exige que l'abondance de l'or ou sa rareté ne viennent pas permettre une inflation exagérée ou imposer une excessive déflation. Il s'est trouvé que la découverte des mines d'or a marché de pair avec le progrès matériel qui augmentait le volume des transactions. Rien ne garantit que cette heureuse concorde doive se maintenir. Peut-être sera-t-il nécessaire de « stériliser l'or », comme le firent les Banques de Réserve des Etats-Unis, plus probablement faudra-t-il l'économiser. La surface du monde explorée, la découverte de nouveaux gisements semble problématique. La production de l'or ne pourra se développer que par des améliorations techniques dont l'effet reste limité et ne sera sans doute pas suffisant pour suivre le rythme du progrès économique général. Il sera donc nécessaire de couvrir des moyens de paiement accrus avec un stock métallique sans changement. Nous avons vu qu'une économie dans l'usage de l'or ne pourrait être obtenue que par la collaboration internationale. Celle-ci pourrait avoir lieu dans le cadre de la Banque des Règlements Internationaux. Les experts qui ont demandé la création de cet organisme s'expriment ainsi à son sujet : « Il y a lieu d'espérer en particulier qu'elle deviendra un trait d'union toujours plus étroit et précieux dans la collaboration entre les banques centrales

en général, collaboration indispensable au maintien de la stabilité de la structure mondiale du crédit¹. » Son rôle sera de faciliter les mouvements non seulement de l'or mais des capitaux. Elle pourra transférer d'un pays à l'autre, par simple virement, de larges disponibilités et apporter ainsi à une nation dont la balance des comptes serait momentanément déficitaire, une aide particulièrement efficace. La répartition dans le monde des capitaux flottants deviendra ainsi moins anarchique et le marché international du crédit pourra, dans une certaine mesure, être régi par elle, car, comme n'importe quelle banque centrale, elle pourra faire varier le taux de ses avances et le montant de son portefeuille de titres et d'effets.

Le problème des prix stables, qui a guidé la politique des banques de réserve aux Etats-Unis, qui a retenu l'attention de la Société des Nations, semble donc s'être posé également aux experts réunis en vue d'un « règlement définitif et complet des réparations ». Son importance est ainsi établie.

Notre pays ne pouvait rester indifférent à ce mouvement. La stabilité de notre change étant définitivement consacrée par la loi du 26 juin 1928, ne convenait-il pas d'établir également la stabilité de nos prix ?

Les économistes français qui ont étudié le problème se sont généralement montrés sceptiques quant aux résultats que l'on peut atteindre d'une « monnaie dirigée ». Il est certain que la politique bancaire n'est pas une panacée universelle. Les mouvements du crédit

1. Cf. *Rapports des experts*, chap. VI. C.

ne sont pas la seule cause et ne peuvent être le seul remède des fluctuations cycliques. L'instabilité économique ne peut être évitée que dans une assez faible mesure. Mais, ces réserves faites, il est du devoir des Instituts d'émission d'empêcher de trop larges variations des prix. Il semble que la Banque de France ait à sa disposition les moyens nécessaires à l'accomplissement de cette tâche.

Le volume de la circulation est généralement négligé par les Federal Reserve Banks. C'est qu'en effet le montant des dépôts, dans un pays où la plupart des paiements se font par chèque, est beaucoup plus élevé que celui des billets de banque. D'après une évaluation récente, le rapport serait de 12 à 1¹. Pour la France au contraire, il ne serait que de 3 à 2. Il faut en outre tenir compte de ce que, dans notre pays, les dépôts constituent souvent des fonds en attente de placement plutôt que des capitaux circulants, et il ne serait pas éloigné de la réalité de dire que les paiements par chèques s'y balancent à peu près exactement avec les paiements en espèces. Une action sur la circulation pourrait donc être particulièrement efficace.

Le crédit d'ailleurs devrait également être contrôlé. Le taux officiel de l'escompte ne fait souvent que suivre celui du marché libre, mais il sert de base aux relations des grandes banques avec leur clientèle. Comme, de plus, l'Institut d'émission se trouve en contact direct avec les usagers du crédit, son influence par le taux de l'escompte est réelle. Le retour de son portefeuille commercial à un niveau normal ne pourra que la renforcer.

1. Cf. *Revue politique et parlementaire*, 10 avril 1929, M. Mireaux, Le contrôle du crédit par le *Federal Reserve Board*.

Ses interventions sur le marché libre ne seront pas moins effectives. Son portefeuille de devises lui permet de retirer du marché ou de mettre à sa disposition des fonds importants. Il peut donc, grâce à ses « disponibilités à vue à l'étranger » pratiquer une politique analogue à celle des Banques de Réserve, lorsqu'elles vendent ou achètent des titres. La loi monétaire lui procure à cet égard de nouvelles facilités.

5.930 millions en bons du Trésor avaient été délivrés à la Banque en représentation de ses escomptes pour avances de l'Etat à des Gouvernements étrangers. La Caisse autonome a pris en charge les bons en question et remis pour le même montant à la Banque des bons de caisse à trois mois d'échéance. L'article 3 de la Convention entre la Caisse autonome et la Banque prévoit que « la Banque de France aura la faculté de négocier sur le marché des bons... si elle le juge utile pour agir sur le volume du crédit et garder le contrôle de sa circulation. »

Ces bons doivent être amortis progressivement et il est probable que le portefeuille de devises perdra peu à peu de son importance, mais les effets publics à court terme pourront, dans l'avenir, constituer pour la Banque un moyen d'action très efficace sur le volume de la circulation et du crédit. Les opérations qu'elle est autorisée à effectuer pour le compte des Instituts d'émissions étrangers lui seront également utiles à cet égard. Voici comment s'exprime à leur sujet le Rapport de 1928 (page 16).

« La Banque est autorisée à procéder, pour le compte des banques d'émissions étrangères, à l'achat d'effets et valeurs à court terme, à assurer la garantie de bonne

fin à ces placements, et à réescompter elle-même, les effets et valeurs en question...

« Cette faculté nouvelle fournira d'autre part à la Banque l'occasion et le moyen d'intervenir directement, par des achats ou des négociations de valeurs, sur le marché libre des capitaux à court terme, et facilitera, par là, le contrôle monétaire qui est l'un de ses devoirs essentiels. »

Sans doute d'ailleurs ce « contrôle monétaire » ne sera-t-il pas envisagé comme un contrôle des prix. Ceux-ci, dont les mouvements ont été dominés pendant près de 10 ans par la dépréciation monétaire, n'ont peut-être pas encore retrouvé leur équilibre naturel. La diminution du loyer de l'argent et des dégrèvements fiscaux judicieusement établis doivent agir dans le sens d'une baisse, mais des facteurs importants s'y opposeront.

L'attraction des prix mondiaux ne manquera pas de se faire sentir, et, à l'intérieur même du pays, le retour à des conditions normales entraînera une hausse du coût de la vie. Les loyers s'élèveront par paliers, les traitements et les salaires seront l'objet d'augmentations prévues. Des influences nouvelles pourront aggraver cette situation : les difficultés sans cesse croissantes de l'agriculture provoqueront une hausse des denrées alimentaires, et les charges des Assurances sociales grèveront encore lourdement tous les prix de revient.

Peut-être serait-il dangereux de s'opposer de front à des mouvements naturels de grande envergure, et vaut-il mieux laisser se terminer une adaptation néces-

saire. Bientôt les éléments normaux seront prépondérants. Il faut espérer que, dès lors, l'action de la Banque de France s'exercera efficacement en vue d'assurer une stabilité relative au niveau général des prix.

Vu : Le Doyen,
H. BERTHELEMY.

Vu : Le Président,
Albert AFTALION.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
CHARLÉTY.

PORTE-FEUILLE D'U. S. SECURITIES

Moyennes mensuelles des montants journaliers
en milliers de dollars

	1923	1924	1925
Janvier	420.977	117.576	463.722
Février	355.737 ¹	134.611	383.790 ⁵
Mars	315.848	244.121	375.560
Avril	228.664	273.601	354.984
Mai	193.224	323.557 ²	361.261
Juin	153.395	416.251 ³	344.969
Juillet	96.533	466.530	337.677
Août	90.016	539.409 ⁴	329.091
Septembre	101.690	575.360	325.425
Octobre	91.450	585.118	327.685
Novembre	83.456	587.66	331.962
Décembre	105.893	544.048	359.242

	1926	1927	1928
Janvier	367.789 ⁶	310.486	511.852
Février	334.816	306.606	405.551 ¹⁰
Mars	335.742	344.922	414.681
Avril	370.754 ⁷	341.081	351.105
Mai	398.201	291.495	256.686 ¹¹
Juin	407.896	397.754	231.907
Juillet	379.618	381.081	212.978 ¹²
Août	353.192 ⁸	438.511 ⁹	209.610
Septembre	315.530	500.637	240.429
Octobre	306.189	506.177	236.914
Novembre	302.434	579.238	238.335
Décembre	321.540	605.841	262.776

Taux de l'escompte à la Federal Reserve Bank de New-York.

Le taux en vigueur était de 4 % au 1^{er} janvier 1923. Il a subi les changements suivants :

1	1923 : 23 février	4 ½
2	1924 : 1 ^{er} mai	4
3	— : 12 juin	3 ½
4	— : 8 août	3
5	1925 : 27 février	3 ½
6	1926 : 8 janvier	4
7	— : 23 avril	3 ½
8	— : 13 août	4
9	1927 : 5 août	3 ½
10	1928 : 3 février	4
11	— : 18 mai	4 ½
12	— : 13 juillet	5

Statistiques du Federal Reserve Board. Cf. *Annual
Report of the Federal Reserve Board 1928.*

RESERVE BANK CREDIT ET FACTEURS QUI EN AFFECTENT LE MONTANT.

	Stock d'Or ¹	Federal Reserve Credit ²	Circulation ³	Reserve des Member Banks ⁴
1923				
Janvier	3.952.533	1.248.888	4.614.248	1.918.353
Février	3.963.397	1.205.043	4.703.366	1.900.663
Mars	3.970.269	1.228.242	4.746.834	1.873.018
Avril	3.981.650	1.214.466	4.759.236	1.868.551
Mai	4.027.835	1.221.737	4.797.068	1.873.901
Juin	4.049.554	1.178.370	4.823.275	1.866.929
Juillet	4.078.804	1.179.386	4.786.907	1.866.761
Août	4.111.443	1.127.239	4.876.474	1.824.762
Septembre	4.136.465	1.183.823	4.945.182	1.847.503
Octobre	4.167.065	1.204.123	4.928.900	1.864.146
Novembre	4.207.063	1.204.312	5.017.653	1.875.291
Décembre	4.243.869	1.260.198	5.043.819	1.881.913
1924				
Janvier	4.289.342	1.040.781	4.777.368	1.910.877
Février	4.323.136	955.227	4.887.227	1.892.160
Mars	4.363.632	989.838	4.899.375	1.915.420
Avril	4.410.959	981.361	4.853.195	1.905.354
Mai	4.455.162	879.242	4.904.842	1.922.012
Juin	4.488.390	886.324	4.849.307	2.000.505
Juillet	4.511.352	878.500	4.755.558	2.046.240
Août	4.520.963	880.895	4.858.907	2.071.875
Septembre	4.511.263	982.574	4.863.185	2.120.210
Octobre	4.509.297	1.057.166	4.941.514	2.140.761
Novembre	4.526.659	1.134.950	5.051.945	2.164.429
Décembre	4.499.481	1.288.061	5.047.463	2.181.761
1925				
Janvier	4.422.889	1.125.416	4.802.358	2.194.270
Février	4.369.389	1.094.047	4.853.229	2.158.816
Mars	4.346.144	1.121.951	4.818.339	2.137.427
Avril	4.349.762	1.109.656	4.789.486	2.123.131
Mai	4.361.234	1.099.973	4.841.282	2.132.087
Juin	4.364.632	1.118.344	4.815.208	2.141.271
Juillet	4.370.119	1.118.239	4.795.304	2.160.281
Août	4.382.751	1.142.706	4.867.068	2.151.478
Septembre	4.381.538	1.226.636	4.916.116	2.161.329
Octobre	4.407.476	1.320.582	4.968.536	2.203.011
Novembre	4.397.440	1.351.693	5.044.345	2.221.367
Décembre	4.399.425	1.506.515	5.104.116	2.218.552

1. Montant à la fin de chaque mois.
2. Moyenne mensuelle des montants journaliers.
3. Montant à la fin de chaque mois.
4. Moyenne mensuelle des montants journaliers.

Statistiques du Federal Reserve Board, Cf *Annual Report of the Federal Reserve Board 1928.*

Reserve Bank Credit et Facteurs qui en affectent le montant*(suite)*

	Stock d'Or	Federal Reserve Credit	Circulation	Réserve des Member Banks
	—	—	—	—
1926				
Janvier	4.411.624	1.278.808	4.841.088	2.235.986
Février	4.423.164	1.218.403	4.903.627	2.208.272
Mars	4.441.550	1.216.042	4.859.825	2.197.682
Avril	4.438.158	1.203.653	4.907.096	2.183.479
Mai	4.433.389	1.199.838	4.923.181	2.199.229
Juin	4.447.397	1.185.468	4.885.266	2.205.974
Juillet	4.471.115	1.221.421	4.909.186	2.211.545
Août	4.473.123	1.202.639	4.930.233	2.200.909
Septembre	4.465.760	1.277.787	4.978.221	2.211.367
Octobre	4.473.447	1.321.568	5.021.411	2.219.023
Novembre	4.476.628	1.318.027	5.036.980	2.214.441
Décembre	4.492.060	1.445.340	5.095.155	2.218.186
1927				
Janvier	4.564.328	1.186.381	4.845.775	2.242.854
Février	4.585.641	1.043.153	4.884.768	2.212.206
Mars	4.596.724	1.055.163	4.861.706	2.239.952
Avril	4.609.668	1.087.141	4.890.607	2.248.302
Mai	4.608.241	1.041.297	4.892.667	2.262.397
Juin	4.587.298	1.081.275	4.851.322	2.300.897
Juillet	4.579.833	1.114.788	4.843.782	2.288.948
Août	4.588.360	1.093.486	4.853.773	2.283.097
Septembre	4.570.840	1.187.227	4.948.462	2.300.450
Octobre	4.540.681	1.254.435	4.945.772	2.326.009
Novembre	4.450.958	1.377.135	4.951.972	2.372.954
Décembre	4.379.268	1.567.814	5.002.956	2.399.182
1928				
Janvier	4.373.277	1.387.591	4.677.055	2.426.360
Février	4.362.096	1.263.814	4.690.430	2.368.092
Mars	4.304.536	1.295.246	4.748.934	2.365.030
Avril	4.265.857	1.405.135	4.748.458	2.396.460
Mai	4.160.188	1.471.559	4.744.074	2.387.642
Juin	4.109.152	1.531.133	4.796.621	2.354.547
Juillet	4.112.592	1.530.993	4.700.535	2.323.506
Août	4.122.892	1.485.196	4.802.820	2.273.919
Septembre	4.124.947	1.581.421	4.846.198	2.314.257
Octobre	4.142.267	1.621.327	4.806.230	2.332.177
Novembre	4.128.242	1.652.841	4.990.114	2.352.294
Décembre	4.141.421	1.824.070	4.973.168	2.366.808

Le montant du Reserve Bank Credit est déterminé par la politique d'achat et de vente de valeurs des Banques Federales et, en même temps, par certains facteurs qui contraignent les banques affiliées à recourir aux réescomptes ou aux emprunts, ou au contraire leur permettent de rembourser une partie de leur découvert.

La diminution du stock d'or, l'augmentation de la circulation monétaire ou des réserves des Member Banks provoquent une demande de Reserve Bank Credit tandis que l'augmentation du stock d'or, la diminution de la circulation monétaire ou des réserves des Member Banks permettent à celles-ci de se libérer en partie.

C'est ce que nous avons exprimé par l'équation :

$$Dc' + Ds = DR + Dc$$

Les statistiques que nous reproduisons ici donnent pour les différents éléments envisagés, tantôt des moyennes mensuelles, tantôt des montants de fin de mois. Elles ne permettent donc pas de vérifier cette égalité. Celle-ci d'ailleurs, pour être rigoureusement exacte, devrait tenir compte des variations des autres postes de l'actif et du passif des Federal Reserve Banks, telles que¹ :

Dépôts des banques non affiliées,
Compte courant du Trésor,
Etc...

Elle exprimerait alors simplement l'équilibre nécessaire du bilan des Banques Fédérales.

1. Cf. *Annual Report of the Federal Reserve Board*, 1928, p. 17-19.

PRETS ET PLACEMENTS DES REPORTING¹ MEMBER BANKS

	Prêts sur titres	Tous autres prêts	Placements	Total
	—	—	—	—
1923.				
Janvier	4.085	7.410	4.796	16.291
Février	4.011	7.518	4.754	16.284
Mars	4.006	7.717	4.704	16.427
Avril	4.060	7.781	4.664	16.506
Mai	4.106	7.809	4.633	16.549
Juin	4.045	7.773	4.672	16.491
Juillet	4.038	7.782	4.647	16.468
Août	3.883	7.821	4.567	16.271
Septembre	3.915	7.930	4.533	16.378
Octobre	3.937	8.016	4.519	16.472
Novembre	3.944	7.970	4.482	16.395
Décembre	4.030	7.904	4.504	16.438
1924				
Janvier	4.140	7.783	4.507	16.430
Février	4.062	7.856	4.490	16.408
Mars	4.070	7.957	4.486	16.513
Avril	4.107	7.972	4.535	16.615
Mai	4.110	7.905	4.630	16.645
Juin	4.200	7.868	4.757	16.825
Juillet	4.368	7.842	4.919	17.129
Août	4.467	7.939	5.043	17.450
Septembre	4.558	7.984	5.225	17.768
Octobre	4.608	8.173	5.461	18.242
Novembre	4.623	8.211	5.593	18.426
Décembre	4.800	8.193	5.584	18.577
1925				
Janvier	4.890	8.201	5.537	18.629
Février	4.935	8.200	5.421	18.557
Mars	5.002	8.208	5.427	18.636
Avril	4.979	8.188	5.491	18.657
Mai	5.048	8.091	5.476	18.615
Juin	5.168	8.025	5.517	18.711
Juillet	5.249	8.030	5.502	18.782
Août	5.256	8.101	5.478	18.836
Septembre	5.325	8.271	5.444	19.040
Octobre	5.433	8.433	5.453	19.319
Novembre	5.569	8.437	5.432	19.437
Décembre	5.717	8.379	5.451	19.547

1. Statistiques du Federal Reserve Board, cf. *Annual Report of the Federal Reserve Board*, 1928.

Prêts et Placements des Reporting Member Banks (suite)

	Prêts sur titres	Tous autres prêts	Placements	Total
	—	—	—	—
1926				
Janvier	5.747	8.305	5.450	19.502
Février	5.642	8.326	5.481	19.450
Mars	5.528	8.446	5.556	19.529
Avril	5.453	8.467	5.571	19.491
Mai	5.468	8.466	5.667	19.601
Juin	5.568	8.432	5.692	19.692
Juillet	5.617	8.389	5.656	19.662
Août	5.643	8.437	5.623	19.703
Septembre	5.717	8.553	5.623	19.892
Octobre	5.629	8.748	5.586	19.964
Novembre	5.521	8.809	5.550	19.880
Décembre	5.694	8.776	5.585	20.055
1927				
Janvier	5.839	8.585	5.576	19.999
Février	5.705	8.509	5.639	19.853
Mars	5.790	8.598	5.879	20.267
Avril	5.854	8.552	5.934	20.340
Mai	5.941	8.567	6.041	20.549
Juin	6.146	8.543	6.095	20.784
Juillet	6.117	8.504	6.066	20.687
Août	6.125	8.545	5.976	20.646
Septembre	6.221	8.696	6.033	20.951
Octobre	6.325	8.787	6.115	21.227
Novembre	6.410	8.787	6.265	21.462
Décembre	6.594	8.739	6.396	21.728
1928				
Janvier	6.711	8.685	6.522	21.917
Février	6.507	8.670	6.560	21.737
Mars	6.482	8.840	6.599	21.922
Avril	6.821	8.937	6.608	22.366
Mai	6.971	8.935	6.662	22.568
Juin	6.853	8.963	6.670	22.486
Juillet	6.835	8.997	6.588	22.430
Août	6.704	9.061	6.461	22.227
Septembre	6.729	9.105	6.454	22.288
Octobre	6.768	9.193	6.416	22.378
Novembre	6.973	9.154	6.367	22.494
Décembre	7.095	9.250	6.422	22.767

I. — LA PRODUCTION INDUSTRIELLE¹II. — LES PRIX²

	I	II	I	II	I	I
	1923		1924		1925	
Janvier	100	102	100	100	106	103
Février	100	103	102	100	105	104
Mars	103	105	101	99	105	104
Avril	107	104	95	97	103	102
Mai	107	102	89	96	103	102
Juin	106	100	85	95	102	103
Juillet	104	98	84	96	104	104
Août	102	98	89	97	103	104
Septembre	100	100	94	97	102	103
Octobre	99	99	95	98	105	104
Novembre	98	98	97	99	107	105
Décembre	97	98	101	102	109	103

	I	II	I	II	I	II
	1926		1927		1928	
Janvier	107	104	107	97	105	96
Février	107	102	109	96	109	96
Mars	108	100	112	95	109	96
Avril	108	100	109	94	109	97
Mai	107	101	111	94	109	99
Juin	108	101	109	94	109	98
Juillet	108	100	106	94	110	98
Août	111	99	107	95	112	99
Septembre	112	100	105	97	114	100
Octobre	111	99	103	97	114	98
Novembre	108	98	99	97	112	97
Décembre	106	98	100	97	113	97

1. Indice du Federal Reserve Board variations saisonnières éliminées
moyenne pour 1923-25 : 100.

2. Indice de l'U. S. Bureau of Labor Statistics, moyenne mensuelle
pour 1926 : 100.

BIBLIOGRAPHIE

- ADAMS (Arthur B.). — *Economics of Business Cycles*, New-York, 1925.
- AFTALION. — *Les crises de surproduction*, Paris, 1913.
- *Monnaie, Prix et changes*, Paris, Tenin, 1927.
- *Monnaie et Industrie*, Paris, Sirey, 1929.
- *Review of Economic Statistics*, octobre 1927.
- Divers articles parus dans *l'Information*.
- AKERMANN. — *Revue Economique internationale*, novembre 1926.
- ANGELL (James W.). — *Quarterly Journal of Economics*, février 1925.
- ANSIAUX. — *Revue d'Economie politique*, septembre-octobre 1928
- BELLERBY. — *Monetary Stability*, Macmillan and Co Londres 1925.
- *Stabilisation and employment in United-States*, Genève, 1926.
- *American Economic Review*, mars 1925.
- BONNET. — *Les expériences monétaires contemporaines*, Armand Colin, 1926.
- BURGESS (W. R.). — *The Reserve Banks and the Money Market*, N. Y. Harper and Brothers, 1927.
- *Financial and Commercial chronicle*, octobre 1926.
- *Review of Economic Statistics*, février 1927, 1928, 1929.
- CANNAN (Edwin). — *An Economist's protest*, London, P. S. King and Son, 1927.
- CASSEL (Gustave). — *La monnaie et le change après 1914*, Paris, Giard, 1923.
- *Skandinaviska Kreditaktiebolaget*, avril 1923, octobre 1923, janvier 1924, juillet 1924, octobre 1925, octobre 1926, avril 1927, octobre 1927, janvier 1928.

- COMMONS. — *American Economic Review* mars 1925.
- FEDERAL RESERVE BOARD ANNUAL REPORTS (Annuels) Washington D. C.
- FEDERAL RESERVE BULLETINS (mensuels).
- FISHER. — *Stabilizing the dollar*, N. Y., Macmillan and Co, 1920
- *The Money Illusion*, N. Y., Adelphi, Ltd, 1928.
- FUSS. — *Revue Internationale du travail*, novembre 1927.
- GARRETT. — *American Economic Review*, mars 1923.
- GREGORY. — *Economic Review*, 15 juin 1927.
- HAWTREY. — *Monetary Reconstruction*, London, 1923, Longman Green and Co.
- *Currency and Credit*, London, 1923 (2^e édition), Longman Green and Co.
- *Economic Journal*, juin 1924, septembre 1926.
- HEARINGS. — Before the Committee on Banking and Currency, House of representatives, H. R., 7.895, 11.788 et 11.806, U. S. Government printing office, Washington, 1926-27-28.
- JENNY. — *Le Temps*, 18 mars 1929.
- KEYNES. — *La Réforme monétaire*, Paris, S. Kra, 1924.
- LACOUR GAYET. — *Revue de Paris*, 1^{er} mai 1929.
- LAWRENCE. — *Stabilization*, N. Y., 1928.
- LAZARD (J. P.). — *Politique et théories monétaires anglaises d'après-guerre*, Tenin, 1927.
- LLOYD. — *Stabilisation*, Londres, 1924.
- MILLS. — *Financial and Commercial chronicle*, 4 juin 1927.
- MIREAUX. — *Revue Politique et Parlementaire*, 10 avril 1929.
- MITCHELL (W. C.). — *Business Cycles*, The problems and its setting, N. Y., 1927.
- NOGARO (Bertrand). — *La Monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*, Giard, 1924.
- OUALID. — *Leçons sur la monnaie et les problèmes monétaires*, professées pendant l'année 1926-27, Tenin, 1927
- PIGOU. — *Industrial Fluctuations*, London, Macmillan and Co, 1927.
- *Economic Journal*, juin 1926.
- RIST. — *La déflation en pratique*, Giard, 1924.
- ROBERTSON. — *Banking Policy and the price level*, P. S., King and Son, Westminster, 1926.
- *Economica*, juin 1928.
- SNYDER (Carl). — *Business Cycles and Business measurements*, N. Y., Macmillan and Co, 1927.

- *Review of Economic Statistics*, octobre 1924.
 - *Harvard Business Review*, octobre 1924.
 - *American Economic Review*, décembre 1924.
 - SPRAGUE (O. M. W.). — *American Economic Review*, supplément de mars 1929.
 - STANLEY JEVONS. — *La monnaie et le mécanisme de l'échange*.
 - WALRAS. — *Eléments d'économie politique pure en théorie de la richesse sociale*, Lausanne, Paris et Bâle, 1874-77.
 - WIALIS. — *The Federal Reserve System*, N. Y., The Ronald Press, 1923.
 - YOUNGMAN (Anna). — *American Economic Review*, septembre 1921, septembre 1922.
-

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	7
--------------------	---

PREMIERE PARTIE

LES SOLUTIONS THEORIQUES

<i>Chapitre premier.</i> — Définition de la stabilité des prix	16
<i>Chapitre II.</i> — La solution monétaire.....	22
<i>Chapitre III.</i> — La possibilité d'une solution bancaire.....	34
<i>Chapitre IV.</i> — Le guide de la politique de stabilisation.....	40
<i>Chapitre V.</i> — Les variations du taux de l'escompte.....	46
<i>Chapitre VI.</i> — Les opérations sur le marché libre.....	56
<i>Chapitre VII.</i> — L'or et le crédit	67
<i>Chapitre VIII.</i> — Les prix et le crédit.....	73

DEUXIEME PARTIE

L'EXPERIENCE DES ETATS-UNIS

<i>Chapitre premier.</i> — Le Federal Reserve System.....	88
<i>Chapitre II.</i> — La politique du Federal Reserve Board.....	103
<i>Chapitre III.</i> — Les prêts aux Brokers.....	122
<i>Chapitre IV.</i> — Le problème de l'or aux Etats-Unis.....	133
<i>Chapitre V.</i> — Les causes de la stabilité des prix aux Etats-Unis..	137
Conclusion	156
Appendice	146
Bibliographie	162
